



**Determinantes e Efeitos das Fusões e Aquisições:
o caso da fusão entre a Zon e a Optimus**

por

Sérgio Tiago Pinto

Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Economia pela Faculdade
de Economia do Porto

Orientada por:

Professor Doutor Helder Valente da Silva

2016

Nota biográfica

Sérgio Tiago Pinto nasceu a 22 de março de 1992 em Afife, uma localidade pertencente ao distrito de Viana do Castelo.

Em 2010, concluiu o Ensino Secundário na escola Ancorensis Cooperativa de Ensino, na área de ciências socioeconómicas, com a classificação de 19 valores, tendo alcançado 20 valores no exame nacional de Economia A.

Desde que ingressou em ciências socioeconómicas no Ensino Secundário, com vista a prosseguir estudos no Ensino Superior, mais precisamente numa Licenciatura em Economia, desejou ingressar na Faculdade de Economia da Universidade do Porto (FEP) - uma escola amplamente reconhecida pelo seu rigor, prestígio e excelência - o que viria a acontecer em setembro de 2010.

Após concluir a licenciatura decidiu apostar num programa de continuidade tendo, por isso, optado pelo Mestrado em Economia da faculdade onde se licenciou.

Agradecimentos

Gostaria de agradecer, em primeiro lugar, a toda a minha família, em especial aos meus pais, por serem, desde sempre, o meu principal suporte, por terem contribuído para eu ser aquilo que sou e pela estabilidade e oportunidades que me deram e proporcionaram.

Depois, quero deixar o meu agradecimento ao meu orientador deste trabalho, o Professor Doutor Hélder Valente da Silva, pela liberdade total que me deu para realizar esta tese e por todo o apoio prestado ao longo deste processo.

Finalmente, agradeço a todas as pessoas que fazem parte da minha vida, nomeadamente os meus amigos.

Resumo

As fusões e aquisições são fenómenos complexos que produzem diversas alterações nas empresas envolvidas, assim como nos mercados aos quais essas empresas pertencem. O estudo destes fenómenos tem vindo a ser alvo de discussão ao longo das últimas décadas e o modo como a literatura aborda esses mesmos fenómenos, assim como as suas conclusões, tem sofrido diversas alterações.

A desregulação do setor das telecomunicações, iniciada em 1996 com o *Telecommunications Act*, motivou uma onda de concentrações neste setor que levou a alterações profundas do mesmo. Portugal não foi exceção e a fusão entre a Zon e a Optimus é o exemplo mais relevante desse processo.

Então, o presente estudo tem como objetivo perceber as motivações das empresas e dos seus decisores em realizar fusões e aquisições, assim como estudar os resultados desses processos sobre a própria empresa, os seus acionistas e trabalhadores. Para isso, optou-se por realizar uma revisão de literatura, de modo a dar uma perspetiva geral dos determinantes e efeitos das fusões e aquisições. Depois, estas questões são aprofundadas com a realização de um estudo de caso à fusão entre a Zon e a Optimus.

Conclui-se que, apesar de cada fusão ou aquisição ter motivações próprias, os choques regulatórios e económicos e a obtenção de economias de escala, são dois fatores transversais a estes processos que, geralmente, beneficiam as empresas envolvidas, mas podem ter consequências negativas para os seus trabalhadores. Na fusão Zon-Optimus, a complementaridade dos serviços destas duas operadoras de telecomunicações e as potenciais sinergias associadas terá sido a principal razão que levou à realização da operação de concentração. A Nos, empresa resultante da fusão, tem conseguido criar valor para os seus acionistas e os seus resultados apontam para o sucesso da operação de concentração, dado o aumento das suas quotas de mercado e receitas, num mercado que tem enfrentado diversos desafios.

Códigos-JEL: G34, K21, L96

Palavras-chave: Fusões, Aquisições, Telecomunicações, Política da Concorrência.

Abstract

Mergers and acquisitions are complex phenomena that produce several changes in the companies involved, as well as in the markets to which these companies belong. The study of these events has been subject of discussion over the past decades and the way the literature addresses these phenomena as well as its conclusions, has undergone several changes over time.

Deregulation of the telecommunications sector, which began in 1996 with the *Telecommunications Act* prompted a concentration wave in this sector which led to profound changes of the sector. Portugal was no exception and the merger between Zon and Optimus is the most important example of this process.

In this context, this study aims to understand the motivations of companies and their decision makers to conduct mergers and acquisitions, and to analyse the results of these processes on the company itself, its shareholders and employees. Thus, it was decided to conduct a literature review in order to give a general perspective of the determinants and effects of mergers and acquisitions. Then, a case study will be conducted to explore the merger between Zon and Optimus.

We conclude that, although each merger or acquisition has its own motivations, regulatory and economic shocks and the achievement of economies of scale, are two common factors of these processes which usually benefit the companies involved, but may also have negative consequences for their workers. In Zon-Optimus merger, the complementary services of these two telecom operators and its associated potential synergies have been the main reason that led to the merger. Nos, the surviving company, has managed to create value for its shareholders and its results point to the success of the merger, with the company being able to increase its market share and its revenue in a market that has been facing many challenges.

JEL-codes: G34, K21, L96

Key-words: Mergers, Acquisitions, Telecommunications, Competition Policy.

Índice

Nota biográfica	i
Agradecimentos	ii
Resumo	iii
Abstract.....	iv
Índice de Figuras, Gráficos e Tabelas.....	vii
Abreviaturas e Estrangeirismos	ix
Introdução	1
Capítulo 1. Revisão de Literatura – Fusões e Aquisições.....	3
1.1. Conceitos	3
1.2. Classificação de Fusões e Aquisições	4
1.3. Perspetiva Histórica de Fusões e Aquisições	5
1.4. A Política de Concorrência da União Europeia.....	9
1.5. Determinantes das Fusões e Aquisições.....	12
1.6. Efeitos das Fusões e Aquisições.....	19
1.6.1. Sobre os Acionistas	19
1.6.2. Sobre a Equipa de Gestão	22
1.6.3. Sobre os Trabalhadores	24
1.6.4. Sobre as Empresas e os Consumidores.....	26
Capítulo 2. Estudo de Caso – Fusão Zon-Optimus.....	29
2.1. Metodologia adotada: Estudo de Caso	29
2.2. Fusões e Aquisições no Mercado das Telecomunicações	30
2.3. O Mercado das Telecomunicações em Portugal	34
2.4. Análise das Empresas Envolvidas na Fusão.....	40
2.4.1. Zon Multimédia	40
2.4.2. Optimus	43

2.5. Determinantes da Fusão Zon-Optimus.....	46
2.6. Cronologia da Fusão.....	50
2.7. A Análise do Regulador à Fusão	52
2.8. Análise da Empresa Resultante da Fusão	62
2.9. Efeitos Resultantes da Fusão	67
2.9.1. Sobre os Acionistas	67
2.9.2. Sobre a Equipa de Gestão	69
2.9.3. Sobre os Trabalhadores	71
2.9.4. Sobre as Empresas e os Consumidores.....	74
Conclusão.....	81
Referências bibliográficas	84

Índice de Figuras, Gráficos e Tabelas

Figuras

Figura 1 - Tipos de Operações de Fusão e Aquisição.....	3
Figura 2 - O Círculo Vicioso das Fusões e Aquisições	8
Figura 3 - Efeitos do Encerramento de Mercado após uma Integração Vertical.....	28
Figura 4 - N° Clientes (milhares) Zon e Optimus por Serviço Prestado, 31/03/2013	47
Figura 5 - Organograma da Zopt	53
Figura 6 - Organograma da Zon-Optimus	65
Figura 7 - Organograma da Nos	66

Gráficos

Gráfico 1 - Fusões e Aquisições a Nível Mundial, 1985-2015.....	6
Gráfico 2 - O Ciclo de Vida das Ondas de Fusão e Aquisição	7
Gráfico 3 - Valor Anual de Fusões em Indústrias Desreguladas (em % do total).....	9
Gráfico 4 - Fusões e Aquisições no Setor das Telecomunicações, 1985-2015	31
Gráfico 5 - Evolução da Cotação da Zon e do PSI20 em 2013	66
Gráfico 6 - Evolução da Cotação da Nos (linha preta) face ao PSI 20 (linha azul)	69
Gráfico 7 - Taxa de Variação Média do IPC e do Preço das Telecomunicações	79
Gráfico 8 - Taxa de Variação Média do Preço das Telecomunicações: Portugal vs UE 80	

Tabelas

Tabela 1 - Teorias de Motivações das Fusões	14
Tabela 2 - Retornos Anormais para as Empresas Adquirentes.....	22
Tabela 3 - Lista de Grandes Fusões no Setor das Telecomunicações	32
Tabela 4 - Comparação entre Diferentes Opções Estratégicas	33
Tabela 5 - Escolhas Estratégicas por Operadora	34
Tabela 6 - Valor Acrescentado Bruto das Telecomunicações em Portugal.....	35
Tabela 7 - Quotas de Mercado do Serviço de Televisão por Subscrição, 2008-2012	37
Tabela 8 - Quotas de Mercado do Serviço de Banda Larga Fixa, 2008-2012.....	38
Tabela 9 - Quotas de Mercado do Serviço Telefónico Fixo, 2008-2012.....	38
Tabela 10 - Quotas de Mercado do Serviço Telefónico Móvel, 2010-2012.....	39

Tabela 11 - Número de Subscritores de Pacotes de Serviços, 2006-2014.....	40
Tabela 12 - Quotas de Mercado da Zon, 2008-2012	42
Tabela 13 - Indicadores Operacionais da Zon	42
Tabela 14 - Estrutura Acionista da Zon (31 de dezembro de 2012)	43
Tabela 15 - Quotas de Mercado da Optimus, 2008-2012	44
Tabela 16 - Indicadores Operacionais da Optimus	45
Tabela 17 - Síntese dos Principais Acontecimentos ao Longo do Processo de Fusão ...	51
Tabela 18 - Estrutura Acionista da Nos, 31/12/2013.....	63
Tabela 19 - Estrutura Acionista da Nos, 31/12/2014 e 31/12/2015.....	63
Tabela 20 - Quotas de Mercado da Nos, 30/09/2013	64
Tabela 21 - Indicadores Operacionais Nos (2013)	65
Tabela 22 - Remuneração dos Conselhos de Administração das Empresas Envolvidas na Fusão.....	71
Tabela 23 - Evolução do N° de Colaboradores da Zon, Optimus e Nos.....	72
Tabela 24 - Evolução dos Gastos com Pessoal Zon, Optimus e Nos	73
Tabela 25 - Evolução do N° de Colaboradores e Gastos com Pessoal da Vodafone.....	73
Tabela 26 - Quotas Trimestrais do Serviço de Internet Fixa	74
Tabela 27 - Quotas Trimestrais do Serviço de Televisão por Subscrição	75
Tabela 28 - Quotas Trimestrais do Serviço Telefónico Fixo.....	75
Tabela 29 - Quotas Trimestrais do Serviço Telefónico Móvel.....	76
Tabela 30 - Evolução Anual das Receitas dos Operadores de Telecomunicações	77
Tabela 31 - Evolução do IPC e do Preço das Telecomunicações	78
Tabela 32 - Evolução do Preço das Telecomunicações: Portugal vs UE	79

Abreviaturas e Estrangeirismos

AdC: Autoridade da Concorrência.

Aliança estratégica: refere-se a uma parceria entre, pelo menos, duas empresas, concebida para alcançar determinados objetivos estratégicos que beneficiam todas as empresas envolvidas. Embora as empresas permaneçam independentes, participam em investimentos conjuntos. Envolve, geralmente, transferência de tecnologia, especialização económica e partilha de risco (Purevjav e Kim, 2014).

ANACOM: Autoridade Nacional de Comunicações.

Antitrust: Política da Concorrência.

ARPU: *Average Revenue Per User* (Receita Média por Cliente).

BLF: Banda Larga Fixa.

Bundling (Venda em Pacote): é uma estratégia que envolve a oferta de diversos produtos para venda como um produto combinado (Purevjav e Kim, 2014). Nas operadoras de telecomunicações, os pacotes *triple-play* ou *quadruple-play*, que envolvem a venda como um único pacote de televisão, internet, telefone e telemóvel, são o mais relevante exemplo desta estratégia. Para os consumidores, a vantagem desta estratégia é a simplificação, dado que passa a existir um único ponto de contacto entre fornecedor e consumidor.

Double-play (2P): pacotes com dois serviços de telecomunicações.

Triple-play (3P): pacotes com três serviços de telecomunicações sendo estes, geralmente, televisão por subscrição, banda larga fixa e telefone fixo.

Quadruple-play (4P): pacotes com quatro serviços de telecomunicações sendo estes, geralmente, televisão, banda larga fixa, telefone fixo e móvel.

Quintuple-play (5P): pacotes que incluem os serviços do pacote *quadruple-play*, adicionando o serviço de banda larga móvel.

CA: Conselho de Administração.

Cash-Flow: Fluxo de Caixa.

CEO: *Chief Executive Officer* (Diretor/ Presidente Executivo).

CMVM: Comissão do Mercado de Valores Mobiliários.

CTT: Correios, Telégrafos e Telefones.

Diferenciação: consiste em oferecer serviços com características únicas no mercado.

EBITDA: *Earnings Before Interest, Taxes Depreciation and Amortization*. (Resultado antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização).

EDP: Energias de Portugal.

ERC: Entidade Reguladora para a Comunicação Social.

EUA: Estados Unidos da América.

Free Float: ações de uma empresa em livre negociação no mercado.

F&A: Fusões e Aquisições (*M&A – Mergers and Acquisitions*).

Holding: Sociedade Gestora de Participações Sociais (SGPS).

I&D: Investigação e Desenvolvimento.

IHH: Índice de Herfindahl–Hirschman.

IMAA: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances.

IPC: Índice de Preços do Consumidor.

Market power (Poder de Mercado): habilidade da empresa em lucrar devido à manutenção do preço do produto acima do nível competitivo, por um período significativo de tempo (Rosenberg, 1997).

Merger Remedies (“Remédios” de Fusão): medidas exigidas pelas autoridades de modo a evitar que a fusão ponha em causa a concorrência.

Merger Wage: “Onda” (Vaga) de Fusões.

OPA: Oferta Pública de Aquisição (*tender offer*).

Preços predatórios: venda abaixo do preço de custo, de modo a expulsar os rivais.

PT: Portugal Telecom.

RLP: Resultado Líquido do Período.

RO: Resultado Operacional.

Spin-off: Cisão.

Stakeholders: conjunto de pessoas/entidades que se relacionam com a empresa.

STF: Serviço Telefónico Fixo.

STM: Serviço Telefónico Móvel.

STVS: Serviço de Televisão por Subscrição.

Telco: Telecomunicações.

TMN: Telecomunicações Móveis Nacionais.

UE: União Europeia.

VAB: Valor Acrescentado Bruto.

Introdução

Para Larsson e Finkelstein (1999) as fusões e aquisições são eventos complexos na vida das organizações, sobre os quais temos compreensão incompleta. Contudo, são também processos recorrentes a nível mundial que parecem ocorrer em ciclos, mas que cada vez mais atingem valores elevadíssimos.

Em 2015, a nível global, segundo dados do Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances, estes processos atingiram um valor superior a 4 biliões de euros¹, um dos valores anuais mais elevados alguma vez registados. Um dos setores que contribuiu de forma relevante para estes processos foi precisamente o setor das *telco* que registou, segundo o Merger Market, processos no valor de 230.000 milhões de euros.

O mercado das telecomunicações é altamente competitivo e obriga as empresas presentes no mesmo a inovar continuamente e a realizar investimentos avultados. Mais do que isto, é um mercado onde recorrentemente existem fusões e aquisições de elevada dimensão, sobretudo nos Estados Unidos e na Europa.

Em Portugal, este mercado caracteriza-se, historicamente, pela existência de um pequeno número de empresas com quotas de mercado elevadas sendo, por vezes, superiores a 50%. Ainda assim, esta composição do mercado não impediu a realização de processos de reestruturação através de F&A. Em 2006, a Sonaecom (detentora da Optimus) tentou adquirir a Portugal Telecom (detentora da Meo). Mais recentemente, a PT realizou uma operação de fusão com a brasileira Oi e a atividade da empresa em Portugal foi depois vendida à empresa francesa Altice.

Logo a seguir à Oferta Pública de Aquisição falhada por parte da Sonaecom, começaram a surgir rumores de uma possível operação de concentração entre a Optimus e a Zon (empresa que até então pertencia à PT), operação que foi oficializada no final de 2012 e concretizada durante 2013. Esta fusão é o exemplo mais relevante para o mercado nacional deste tipo de processos dado o impacto que o mesmo pode ter.

Assim, o impacto causado por estes processos em geral, e pelo caso da Zon e Optimus em particular, torna relevante o estudo das razões que levam as empresas a realizar esse tipo de operações.

¹ 4,5 biliões de dólares (1 euro = 1,12 dólares)

Este estudo apresenta então, as seguintes questões de investigação: “o que motiva os gestores e acionistas das empresas a realizar fusões e aquisições e quais os efeitos que estes processos têm sobre os *stakeholders*?”; No caso específico da fusão Zon-Optimus, “o que motivou esta fusão e qual o impacto da mesma sobre a gestão da empresa, a rentabilidade dos acionistas, os trabalhadores e os consumidores?”. À primeira questão pretende-se encontrar resposta genérica através da revisão de literatura e os *stakeholders* em foco na análise serão os acionistas (através da análise do preço das ações e dos *cash flows* gerados após o processo), os trabalhadores (nomeadamente através da análise da evolução dos níveis de emprego após a fusão) e a gestão da empresa (com a análise da relação entre estes processos e os sistemas de incentivos dos gestores). Para a segunda questão, será adotada a metodologia do estudo de caso e tentar-se-á também ver que impactos é que o processo provocou na própria empresa e nos consumidores, através da análise das quotas de mercado e da evolução da oferta de serviços e do seu custo.

Este trabalho encontra-se, portanto, dividido em dois capítulos.

O primeiro capítulo corresponde, essencialmente, à revisão de literatura sobre fusões e aquisições. O mesmo inicia-se com a apresentação de alguns conceitos relacionados com o tema em estudo, classificando, de seguida, os diferentes tipos de operações existentes. Depois, apresenta-se uma perspetiva histórica destes processos, assim como a evolução do tratamento das F&A por parte das autoridades de concorrência da União Europeia. O ponto seguinte da revisão de literatura aborda os determinantes das Fusões & Aquisições, segundo diferentes autores. Finalmente, o capítulo dá conta dos efeitos que estes processos provocam nos acionistas, equipa de gestão, trabalhadores, consumidores e na própria empresa.

O segundo capítulo compreende ao estudo da fusão entre a Zon e a Optimus. Em primeiro lugar, é justificada a adoção do estudo de caso como metodologia. Os dois tópicos seguintes investigam a evolução dos processos de F&A nas telecomunicações e caracterizam o mercado português de telecomunicações, por forma a enquadrar a fusão em análise. Depois, inicia-se o estudo da fusão Zon-Optimus com a caracterização das empresas antes da fusão. As razões que levaram à concretização deste processo são abordadas de seguida. A seguir, apresenta-se uma cronologia da fusão, assim como a análise do regulador a este processo. Finalmente, analisa-se a empresa que resulta do processo de fusão e os efeitos que o mesmo provocou.

Capítulo 1. Revisão de Literatura – Fusões e Aquisições

1.1. Conceitos

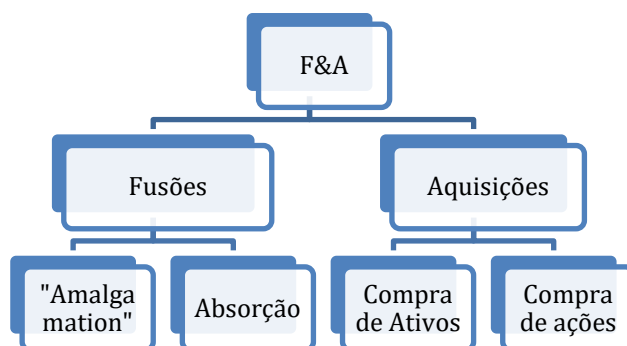
As Fusões e Aquisições (F&A) são uma opção estratégica de crescimento externo muito importante para as empresas. Estes processos têm vindo a ganhar relevo, segundo Gupta (2012), devido à crescente desregulação, privatizações, globalização e liberalização, verificadas em diversos países.

Para Gupta (2012) uma fusão ocorre quando duas ou mais empresas se combinam numa única. Assim, a fusão é definida como uma transação que envolve duas ou mais empresas numa troca de títulos, após a qual apenas uma empresa sobrevive. Se, com a fusão, emerge uma nova empresa, este processo é designado, na literatura anglo-saxónica por *amalgamation*. Se, por outro lado, uma empresa sobrevive e as outras perdem a sua identidade, esta é designada por fusão por absorção.

Uma aquisição é classificada, pelo mesmo autor, pelo ato de adquirir controlo efetivo, por parte de uma empresa, sobre os ativos (aquisição de ativos) ou gestão (compra de títulos / ações ou obtenção de controlo sobre o conselho de administração) de outra empresa, sem as combinar fisicamente. A forma mais usual de aquisição dá-se através da compra da maioria do capital dessa empresa.

Os conceitos anteriores estão sintetizados na Figura 1.

Figura 1 - Tipos de Operações de Fusão e Aquisição



Fonte: KRC Research Team-Weekender (2009) (*cfr* Gupta, 2012) (adaptado)

As F&A podem ser distinguidas, segundo Kishore (2009), segundo a forma como a oferta é realizada. Assim, podem ser amigáveis se a gestão da empresa adquirente e da empresa-alvo acordam mutuamente e voluntariamente a operação. Estas operações dizem-se *hostis* se a aquisição é forçada e contra a vontade da gestão da empresa-alvo. Neste caso, a oferta assume, geralmente, a forma de Oferta Pública de Aquisição (*tender offer*) na qual a oferta de compra de ações é feita diretamente aos acionistas. Finalmente, Kishore (2009) refere o *bailout* como uma terceira forma que as F&A podem tomar, incidindo estas operações sobre empresas em dificuldades de modo a tentar a sua reabilitação.

Jensen e Ruback (1983) acrescentam ainda o conceito de *proxy contest* que é descrito como uma situação na qual um grupo rebelde, geralmente ligado a um ex-gestor insatisfeito ou a um grande acionista, tenta obter a maioria de assentos num conselho de administração.

Quando gestores da própria empresa a adquirem usa-se o termo *Management Buy Out* e quando a aquisição é efetuada por gestores não ligados à empresa o processo é classificado por *Management Buy In*.

Podemos ainda distinguir as fusões tendo em conta o seu alcance geográfico. Para Lehto e Bockerman (2008), as fusões *cross-border* ou internacionais são aquelas cujo comprador é uma empresa estrangeira, que está localizada no exterior. As fusões dizem-se domésticas se se realizam entre empresas do mesmo país.

1.2. Classificação de Fusões e Aquisições

Após a distinção efetuada entre fusões e aquisições e entendidas as diferentes formas que as mesmas podem tomar quanto ao tipo de oferta, convém agora distinguir as mesmas quanto à relação existente entre as empresas que a compõem. Esta distinção é a mais relevante na literatura e a que será usada na análise destes processos neste trabalho.

Embora existam pequenas diferenças na classificação das F&A, podemos afirmar que existem três formas essenciais destes processos: horizontais, verticais e em conglomerado.

Uma fusão ou aquisição horizontal envolve duas ou mais empresas que operam e competem no mesmo tipo de atividade de negócio. (Weston *et al.*, 2001). Oferecem, por isso, produtos ou serviços semelhantes, ainda que o possam fazer em mercados geográficos distintos.

As F&A verticais são caracterizadas pela expansão de uma empresa a montante, ou seja, com um fornecedor ou a jusante, ou seja, na direção do consumidor final (Gupta, 2012). Então, estas visam juntar empresas do mesmo setor que estavam envolvidas em diferentes fases de produção, processo ou operação.

As fusões e aquisições em conglomerado são aquelas que envolvem empresas em diferentes tipos de atividade de negócio. Normalmente, englobam a entrada num novo mercado ou num novo segmento de negócio ou mesmo as duas situações anteriores em simultâneo (conglomerado puro).

Dentro dos conglomerados existem as F&A concêntricas. Nestas, as atividades dos segmentos unificados são tão relacionadas ao ponto de existir transferência de funções específicas de gestão ou forte complementaridade entre essas funções (Weston *et al.*, 2001). A literatura refere ainda os conglomerados financeiros, nos quais existe apenas controlo financeiro e os de gestão, no qual existe também participação nas decisões operacionais.

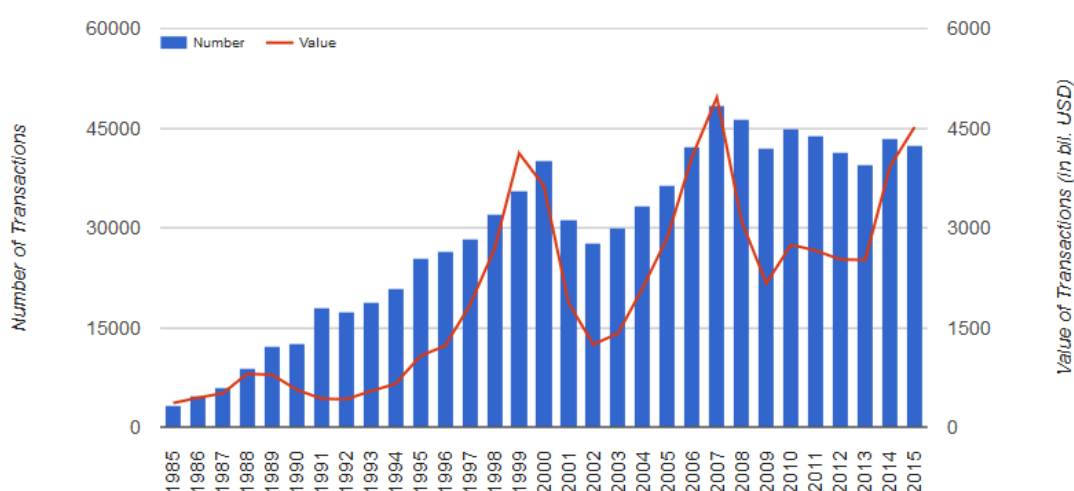
1.3. Perspetiva Histórica de Fusões e Aquisições

As fusões são um fenómeno que, segundo Motta (2004), ganhou relevo no final do século XIX. Este século, segundo o mesmo autor, foi marcado por diversas inovações e progressos ao nível dos transportes e das comunicações, mas também pelo aumento da dimensão das empresas e pela formação de mercados de capitais mais avançados e novos métodos de gestão. Contudo, o final do século foi marcado por crises e por instabilidade ao nível dos preços, o que promoveu acordos de preços entre empresas e levou à necessidade de regulamentação dos mesmos. Porém, as leis instituídas não contemplavam restrições às fusões que, desse modo, passaram a ser uma alternativa usada pelas empresas no sentido de coordenar preços.

Embora as fusões tenham passado a ser posteriormente reguladas, elas tornaram-se uma estratégia de crescimento popular entre as empresas.

Hoje em dia, não só as fusões, mas também as aquisições, assumem uma posição de relevo nas empresas e, como consta no Gráfico 1, cerca de 45.000 processos são realizados todos os anos com valores combinados de 4,5 biliões de dólares.

Gráfico 1 - Fusões e Aquisições a Nível Mundial, 1985-2015



Fonte: Institute for Mergers, Acquisitons and Alliances (IMAA)

Alguns estudos dos processos de Fusões e Aquisições (F&A) tentaram demonstrar que as fusões ocorrem em “ondas” e dentro de uma “onda”, as fusões tendem a agrupar fortemente uma indústria, o que sugere que estas ocorrem como reação a choques inesperados para a estrutura da indústria.

Da mesma forma, Garfinkel e Hankins (2011) defendem a existência das *merger waves*. Porém, a sua teoria defende que estas mesmas vagas de fusões são guiadas por questões de gestão de risco: a crescente incerteza e volatilidade dos *cash flows* encoraja as empresas a integrarem-se verticalmente, de modo a reduzir essa mesma volatilidade, e isso contribui para o início de uma vaga de fusões.

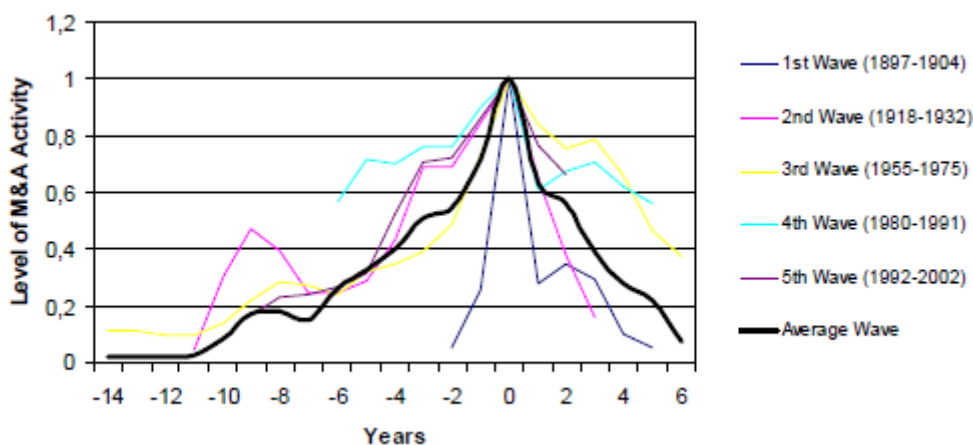
Gugler *et al.* (2003) identificam cinco vagas de fusões no século XX: no início do século, em 1920, 1960, 1980 e 1990. Estes autores defendem que as primeiras vagas estiveram limitadas aos EUA e à Grã-Bretanha, mas as mais recentes envolveram todos os maiores países industriais do mundo, o que denota o aumento das operações

transfronteiriças. Adicionalmente, a observação do Gráfico 1, tendo em conta o pico registado em 2007, sugere uma nova vaga de fusões ocorrida já neste século.

Para Harford (2005) os choques regulatórios, económicos e tecnológicos guiam as ondas de fusão numa indústria. Na sua perspetiva, a vaga de fusões só ocorre se, no momento do choque, existir liquidez de capital suficiente para tal dado que é requerida uma maior escala na realocação de ativos. Assim, as ondas de fusão só ocorrem se existir uma motivação económica para essas transações e custos de transação relativamente baixos para gerar um largo volume de transações. O autor avança ainda com uma explicação comportamental para estes fenómenos. Essa explicação relaciona as fusões com o preço das ações: empresas sobreavaliadas usam a sua liquidez disponível para comprar alvos subavaliados através de fusões. Contudo, os testes que realiza suportam a sua primeira explicação que liga as ondas de fusão a choques, quando existe liquidez suficiente. Finalmente, as ondas de fusões agregadas são causadas pelo agrupamento de ondas de fusões da indústria, guiadas pelos choques.

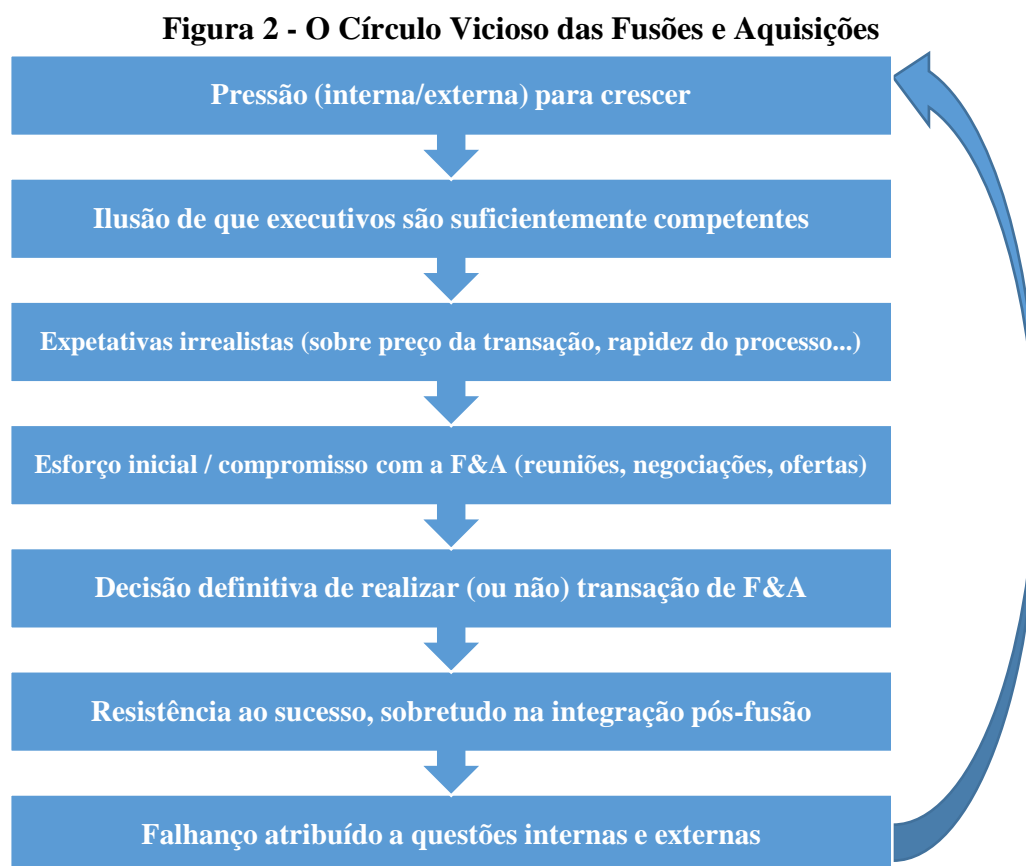
Steger e Kummer (2007) vão mais longe na sua análise. Estes autores, além de encontrarem evidência para a existência de vagas de fusões, defendem que estes processos são um falhanço e, por isso, tentam perceber porque existem novas *merger waves*. Os autores identificam, até ao início do século XXI, cinco grandes ondas de fusão, conforme é possível verificar no Gráfico 2, e que coincidem com as encontradas por Gugler *et al.* (2003).

Gráfico 2 - O Ciclo de Vida das Ondas de Fusão e Aquisição



Fonte: Steger e Kummer (2007)

É a existência de um *lag* temporal, antes das F&A se revelarem negativas que, para Steger e Kummer (2007), justifica a existência da onda de fusões. Estes processos são difíceis de realizar e os seus objetivos, por vezes, irrealistas. A resistência de certos *stakeholders* provoca ainda mais atrasos na, já complicada, integração. É este processo, descrito na Figura 2, que leva as fusões e aquisições a falhar.



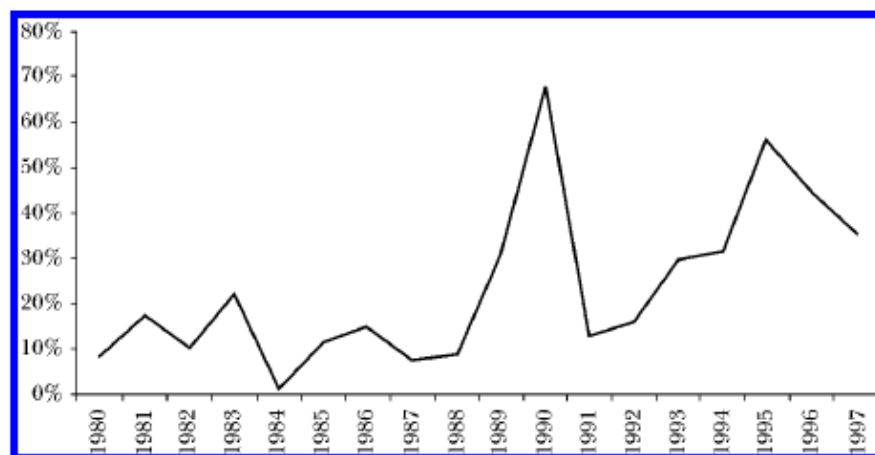
Fonte: Steger e Kummer (2007)

Também para Akdogu (2009), focando-se no setor das telecomunicações, as *merger waves* são uma resposta a choques e não são guiadas por motivos de distorção.

Andrade *et al.* (2001) fornecem evidências de que a atividade de fusões na década de 1990, bem como em décadas anteriores, se agrupa fortemente por indústrias. Além disso, mostra-se que nomeadamente um tipo de choque, a desregulação, embora importante em períodos anteriores, torna-se um fator dominante na atividade de fusões e aquisições após 1980 e é responsável por quase metade das fusões desde então, tal como é possível verificar no Gráfico 3. A desregulação das telecomunicações que ocorreu a

partir de 1996 e da banca, ocorrida na década anterior, conduziram a um elevado número de processos de F&A nestas indústrias.

Gráfico 3 - Valor Anual de Fusões em Indústrias Desreguladas (em % do total)



Fonte: Andrade *et al.* (2001)

Contudo, a existência de ondas de fusões no mercado das telecomunicações, faz surgir, de acordo com Rosenberg (1997), preocupações relacionadas com os efeitos destes processos na concorrência ao nível do mercado. As fusões horizontais, especialmente quando as empresas foram concebidas para atuar no mesmo mercado, diminuem e podem até ameaçar a concorrência nesse mercado, podendo as empresas deter novas entrantes ou escolher cooperar em vez de competir. É por isso que a política de concorrência se torna indispensável.

1.4. A Política de Concorrência da União Europeia

As autoridades de concorrência têm, ao longo do tempo, mudado a sua forma de agir. Tal como foi descrito anteriormente, as mudanças ocorridas nas empresas no século XIX, levaram a que surgisse em 1890, nos Estados Unidos, o *Sherman Act*, uma lei que proibia acordos que restringissem o comércio, assim como monopólios e impunha multas aos infratores. De acordo com Motta (2004), a regulação só foi alargada às fusões em 1914, com o *Clayton Act*.

Na Europa, o desenvolvimento das políticas de concorrência foi mais tardio tendo apenas surgido no pós-I Guerra Mundial, como resposta à hiperinflação que se verificou em diversos países.

Ao longo do século XX, a forma de atuação das autoridades foi sofrendo modificações. Se no período compreendido entre as duas guerras mundiais as políticas foram aliviadas, em meados do século as mesmas foram, segundo Motta (2004), ativamente reforçadas. Já em 1970 foi introduzido o critério da eficiência.

A integração europeia, iniciada após a II Guerra Mundial, trouxe normas comuns no que diz respeito às leis da concorrência. O Tratado de Paris, de 1951, que está na origem da Comunidade Europeia do Carvão e do Aço, dá um primeiro passo no sentido de proibir acordos e práticas concertadas entre empresas que distorçam a concorrência, assim como situações de abuso de posição dominante, que podem ser despoletadas após uma fusão entre empresas com quotas de mercado elevadas. Já em 1957, o Tratado de Roma reforça esses princípios e a concorrência assume-se como um objetivo intermédio, com vista a promover o progresso económico e o bem-estar dos cidadãos.

As práticas anti-competitivas que, hoje em dia, levam as autoridades a intervir incluem, segundo Rosenberg (1997), discriminação de preços, alavancar um monopólio num mercado para criar monopólio noutra mercado, preços predatórios, acordos verticais de modo a excluir rivais de acederem a matérias-primas ou canais de distribuição, entre outros.

Para Evens e Donders (2016), nas últimas décadas, as autoridades nacionais e europeias em diversos setores, como o das telecomunicações, tiveram uma atuação ambígua tentando, ao mesmo tempo, prevenir e promover a criação de “campeões nacionais”. A ideia subjacente é que uma grande empresa com posição dominante num mercado doméstico pode alcançar a massa crítica necessária para competir no mercado Europeu e global. Desse modo, o controlo das fusões tem sido relaxado. Por outro lado, as autoridades têm aplicado as leis *antitrust* para proteger as grandes empresas nacionais de aquisições hostis. Isto sugere que a regulação tem sido aplicada tendo em conta os interesses económicos e políticos.

Rosenberg (1997) defende que a principal filosofia inerente à reforma na regulação das telecomunicações é a melhoria do bem-estar dos consumidores através da diminuição das barreiras à entrada nos diversos mercados das telecomunicações, de modo

a que a concorrência se possa desenvolver. Adicionalmente, para este autor, o *Telecommunications Act* visou promover a concorrência e reduzir a regulação a fim de garantir preços mais baixos e serviços de maior qualidade para os consumidores, assim como encorajar o desenvolvimento de novas tecnologias no setor.

Atualmente, relativamente ao setor das telecomunicações europeu, a Comissão Europeia tem, segundo Evens e Donders (2016), realizado esforços no sentido de implementar um mercado único nas telecomunicações, o qual se espera que conduza a grandes operações de consolidação. As sucessivas diminuições nas tarifas de *roaming* impostas pelas instituições europeias e o seu fim anunciado para 2017, são uma das medidas mais relevantes dessa mesma política que vem sendo seguida.

Evens e Donders (2016) reconhecem ainda que na Europa, a convergência entre operadores fixos e móveis está a mudar os mercados de distribuição passando estes, na maioria dos países, de uma estrutura de quatro para três operadores. Embora isto não conduza diretamente à perda de bem-estar para o consumidor – pois ajuda as empresas a beneficiar de economias de escala e gama e obter fundos necessários para investir na rede e na programação – justifica que as entidades reguladoras devam implementar regras adicionais, nomeadamente no que diz respeito a contratos de exclusividade, para moldar o comportamento das empresas que participam na fusão. Finalmente, apesar da experiência da Comissão Europeia na análise de fusões horizontais, estes autores defendem que no que diz respeito às fusões verticais, não são considerados verdadeiramente os seus efeitos adversos na concorrência.

A ligação entre poder de mercado e estrutura de mercado deve ser ponderada pelos decisores de política de concorrência. As F&A são processos que levam ao aumento da concentração e, por isso, podem aumentar o poder de mercado ou facilitar o seu exercício quer por parte de uma empresa individualmente, quer através da coordenação entre empresas de forma explícita ou tácita (Rosenberg, 1997). Então, com a globalização deste setor, as autoridades europeias devem concentrar-se em impedir os abusos de poder de mercado e tornar este processo um aliado da inovação. Neste sentido, embora a maioria destes processos sejam aprovados, as autoridades podem impor *merger remedies*, que passam pelo desinvestimento em determinadas áreas de negócio, venda de partes do negócio e pela garantia de acesso dos concorrentes a infraestruturas, conteúdos, matérias-primas ou mercados.

1.5. Determinantes das Fusões e Aquisições

As empresas podem adotar estratégias de crescimento interno ou externo. O crescimento interno, que pode visar a expansão do mercado ou a entrada numa nova indústria, requer tempo para implementar os bens, contratar e treinar a força de trabalho, adquirir licenças e autorizações governamentais e construir a base de clientes (Cox, 2006). Adicionalmente, os custos que acarreta são desconhecidos e incertos.

Por outro lado, as fusões e aquisições, são processos de implementação mais rápida e cujos custos são relativamente conhecidos. Cox (2006) acrescenta que uma aquisição elimina um concorrente enquanto o crescimento interno avisa a concorrência das intenções da empresa. Além disso, alguns negócios só podem ser obtidos através de uma aquisição (empresa que detém uma patente ou indústria à qual é imposta pelo Governo um número limitado de licenças). Deste modo, razões de planeamento estratégico podem constituir, segundo Cox (2006), uma motivação para a realização de processos de fusão e aquisição.

As sinergias são, na perspectiva de grande parte dos autores, a principal motivação para a realização de F&A, sobretudo em empresas relacionadas. Cox (2006) aponta que as sinergias podem surgir de diversas formas: devido à amortização de custos fixos num volume de produção superior (o que reduz o custo médio por unidade); devido à existência de economias de escala ou gama; e ainda devido a poupança fiscal. Além disso, a tentativa de exercer poder de mercado com o aumento da quota da empresa e a diversificação no caso das fusões em conglomerado, são também motivações para a realização de fusões. Ainda segundo Cox (2006), uma das fontes de valor das F&A é o diferencial que existe entre a gestão da adquirente e da adquirida: quando a gestão da adquirente é mais eficiente, após a fusão ou aquisição, a empresa combinada terá uma gestão tão eficiente quanto a da empresa adquirente, o que aumenta o seu valor.

Lehto e Bockerman (2008) consideram plausível que as partes envolvidas numa F&A usem os seus ativos de forma conjunta de modo a obter economias de escala e, consequentemente, poupança de custos.

Para Chatterjee (1986), é demonstrado que as aquisições criam valor económico devido à capacidade do uso de um determinado recurso especializado. Este autor, defende que a criação de valor decorrente de uma operação de F&A pode advir da redução de

custos ou da cobrança de um valor superior, através de um dos seguintes recursos especializados: custo de capital relacionado (que conduz a sinergias financeiras); custo da produção relacionada (que resulta em sinergias operacionais); preço relacionado (que se traduz em sinergias de conluio). Com a sua análise, o autor conclui que as sinergias de conluio estão associadas a um valor superior. Chatterjee (1986), conclui ainda que se as sinergias financeiras puderem ser plenamente exploradas, o que está relacionado com uma dimensão relativa superior da empresa, estas podem constituir uma motivação mais sólida para a realização destes processos, pois podem conduzir a ganhos superiores às F&A realizadas com vista a obter sinergias operacionais.

Para aferir os possíveis objetivos para as F&A, através de questionários a indivíduos envolvidos nestes processos, Walter e Barney (1990) elaboraram uma lista de vinte possíveis objetivos, agrupando-os em cinco grandes grupos:

- Fusões são uma forma dos gestores obterem e explorarem economias de escala e de gama;
- Fusões são uma forma dos gestores lidarem com interdependências críticas no ambiente de uma empresa;
- Fusões são uma forma dos gestores expandiram a existente linha de produtos e mercados;
- Fusões são uma forma dos gestores entrarem em novos negócios;
- Fusões são uma forma dos gestores maximizarem e utilizaram a capacidade financeira.

Os resultados permitiram concluir que, relativamente às fusões horizontais não há objetivos dominantes, pelo que as mesmas podem ser motivadas por diversos objetivos. Nas F&A verticais, a gestão de dependências críticas sobrepõe-se às restantes motivações. As fusões em conglomerado são motivadas pela necessidade de uso da capacidade financeira e pela expansão dos negócios e da gama de produtos.

Jensen e Ruback (1983) identificam diversas fontes de ganhos que podem advir de uma fusão e aquisição, e que constituem, desse modo, motivações para as mesmas. Essas fontes de ganhos incluem: redução de custos de produção / distribuição (sinergias), economias de escala, adoção de tecnologia mais eficiente, maior uso da equipa de gestão da licitante e motivações financeiras (menores custos de financiamento e otimização fiscal). Além disso, as F&A podem também ser utilizadas para exercer poder de mercado

ou eliminar a gestão ineficiente do alvo. No fundo, todos estes determinantes das fusões pretendem que a empresa combinada gere *cash flows* superiores ao das empresas consideradas individualmente.

Embora Trautwein (1990) reconheça a existência de um conjunto de motivações complexas para as F&A, o autor defende que isso não deve significar o fim do esforço científico. Por isso, avança com sete teorias de motivação das fusões, que estão descritas na Tabela 1.

Tabela 1 - Teorias de Motivações das Fusões

Fusão como uma escolha racional	Fusão beneficia acionistas das adquirentes	Ganhos líquidos através de sinergias	Teoria da eficiência
		Transferência de riqueza dos consumidores	Teoria do monopólio
		Transferência de riqueza dos acionistas do alvo	Teoria da avaliação
		Ganhos líquidos através de informação privada	Teoria da construção de um império
	Fusão beneficia gestores		Teoria do processo de decisão estratégica
Fusão como resultado de um processo			Teoria <i>raider</i>
Fusão como um fenómeno macroeconómico			Teoria dos distúrbios

Fonte: Trautwein (1990)

A) Teoria da Eficiência: esta teoria avança que as F&A são executadas para alcançar sinergias indo, portanto, ao encontro das explicações mais tradicionais.

O autor distingue três tipos de sinergias:

- Sinergias financeiras: as que resultam em menor custo de capital.

Este tipo de sinergia pode ser alcançado através do investimento num negócio não relacionado baixando, desse modo, o risco sistémico. Outra forma dá-se através do aumento da dimensão da empresa, o que permite aceder a capital a um custo

mais reduzido. A terceira forma é através do estabelecimento de um mercado de capitais interno capaz de alocar capital de uma forma mais eficiente;

- Sinergias operacionais: são as que resultam da combinação de operações até agora separadas ou da transferência de conhecimentos. Estas podem diminuir o custo de certas unidades de negócio ou permitir à empresa oferecer produtos e serviços únicos;

- Sinergias ao nível da gestão: dão-se quando os gestores da empresa adquirente possuem capacidades de planeamento e monitorização superiores das quais a empresa-alvo irá beneficiar.

Para Trautwein (1990) as críticas a esta teoria dão-se pelo facto das sinergias financeiras não poderem ser realizadas num mercado de capitais eficiente e dos outros conceitos serem evasivos.

B) Teoria do Monopólio: é a segunda teoria avançada por Trautwein (1990) e vê, segundo o mesmo, as fusões como um processo planeado e executado para alcançar poder de mercado, não apenas nas fusões horizontais, mas também nas fusões em conglomerado. Nestas, os lucros da posição de uma empresa num mercado podem ser usados para sustentar uma luta por quotas de mercado num outro mercado. O conluio tácito pode também ser executado entre empresas que concorrem em mais que um mercado e é possível deter potenciais entrantes.

Esta teoria refere-se, então, a sinergias colusivas que não representam ganhos de eficiência, mas apenas transferências de riqueza dos clientes para a empresa.

C) Teoria da Avaliação: esta abordagem argumenta que as F&A são executadas por gestores que possuem melhor informação do que os mercados de capitais, sobre o valor dos alvos e sobre possíveis vantagens que podem advir da combinação das empresas. Contudo, tal teoria é inconsistente com a teoria dos mercados eficientes no qual o preço das ações incorpora toda a informação pública disponível.

Adicionalmente, se os gestores possuem informação privada sobre o alvo, a sua proposta iria refletir essa informação e o preço da ação iria subir de modo a incorporá-la.

- D) Teoria da construção de um império: Trautwein (1990), avança que os gestores optam por F&A de modo a maximizar a sua própria utilidade em vez do valor para os acionistas, o que faz com que a intenção de *empire building* constitua uma motivação para estes processos se realizarem.
- E) Teoria do processo de decisão estratégica: segundo esta teoria, as decisões estratégicas não são escolhas racionais, mas o resultado de processos influenciados por indivíduos com capacidades limitadas de processamento de informação, o que impede uma solução racional para os problemas. Com o tempo, a organização aprende a desenvolver rotinas para os diferentes problemas, que podem passar pela opção por F&A.
- F) Teoria *raider*: esta teoria assenta no termo *raider*, que se refere a uma pessoa que causa transferência de riqueza dos acionistas da empresa à qual é feita uma licitação e que se pode manifestar sob a forma de uma compensação excessiva após uma aquisição bem-sucedida. Porém, esta teoria é ilógica dado que o *raider* paga um prémio aos acionistas da empresa-alvo.
- G) Teoria dos distúrbios: a última teoria avançada pelo autor defende que as F&A são motivadas por distúrbios económicos que alteram as expetativas dos indivíduos e aumentam o nível geral de incerteza.

Após avançar com estas sete possíveis motivações para os processos de F&A, Trautwein (1990) considera a teoria da avaliação, a teoria do processo de decisão estratégica e a teoria da construção de um império, como as teorias mais plausíveis.

Larsson e Finkelstein (1999) afirmam que os investigadores tendem a considerar apenas explicações parciais para estes fenómenos, com bases económicas, das finanças, estratégicas, da teoria da organização e da gestão de recursos humanos. A análise destes autores revelou que, independentemente da similaridade entre as empresas envolvidas, a presença de operações complementares aumentou a probabilidade de sucesso de uma fusão ou aquisição impulsionando a realização de sinergias. Contudo, estas só são

realizadas se existir integração organizacional o que, por outro lado, aumenta a resistência dos funcionários à fusão.

Estes autores explicam que: o campo da gestão estratégica estuda as F&A como um método de diversificação; os estudos baseados em economia enfatizam fatores como as economias de escala e o poder de mercado; as finanças estudam o desempenho da aquisição tendo em conta medidas baseadas no mercado de capitais; a investigação relativa à organização foca-se no processo de integração após a F&A; e os investigadores ligados à gestão de recursos humanos focam-se apenas nas questões relacionadas com os trabalhadores.

Para analisar os determinantes das fusões, os autores definem potencial de combinação como as várias potenciais fontes de sinergias e integração organizacional como o grau de interação e coordenação entre as empresas envolvidas. Então, quanto maior o grau de interação e coordenação entre as empresas combinadas, maior o grau de realização de sinergias. Isto sugere que o potencial de sinergias não é uma condição suficiente para estas operações. O importante são, portanto, as mudanças estruturais que devem ser realizadas para que as sinergias se verifiquem.

Steger e Kummer (2007) entendem que existem três motivações essenciais para a opção das empresas e gestores pelas F&A:

- Necessidade de crescer: quando as iniciativas de crescimento interno não se materializam ou não existem opções de crescimento orgânico, as F&A são a única forma de crescer. Além disso, pressões externas podem também forçar os gestores a tomar estas opções;
- Consolidação: se a indústria se encontra num período de consolidação, desafiando a posição da empresa no mercado, a sua pressão aumenta. Então, as F&A são motivadas pela necessidade de sobrevivência;
- Testemunhos de sucesso: os testemunhos sobre negócios de F&A em conferências e nos meios de comunicação social, dizem-nos que estas são um sucesso e levam a que gestores de outras empresas também as queiram realizar.

Akdogu (2009) explica que alguma literatura recente liga as F&A a choques amplos na indústria, encontrando evidência consistente com a noção de que as aquisições são uma reação eficiente a mudanças económicas. Deste modo, defende que as aquisições são investimentos estratégicos que crescem em resposta a choques na indústria, pelo que

nos devemos focar numa indústria completa para perceber as motivações para estes processos. Focando-se no setor das telecomunicações, mais precisamente no *Telecommunications Act* de 1996, uma alteração legislativa que promoveu a desregulação deste setor, o autor defende que as aquisições realizadas após este choque regulatório foram uma resposta a este choque exógeno. Por isso, para Akdogu (2009) as empresas perceberam as F&A como um mecanismo de sobrevivência nestas condições de mudança e realizam-nas de modo a obter uma vantagem competitiva.

Para Andrade *et al.* (2001), as razões que vinham sendo apontadas para a ocorrência de fusões relacionavam-se com questões de eficiência, envolvendo economias de escala ou outras sinergias; tentativas de criar poder de mercado; disciplina de mercado, através da remoção de equipas de gestão incompetentes das empresas-alvo; tirar vantagem de oportunidades de diversificação.

No setor das telecomunicações, para Evens e Donders (2016) as economias de escala são um dos principais fatores determinantes para a ocorrência de processos de consolidação nesta indústria pois permitem aumentar a eficiência operacional e ajudar na lucratividade através de melhorias na rede e no alargamento dos serviços oferecidos. Os autores defendem que uma maior escala é uma resposta poderosa aos custos de programação inflacionados com os quais as operadoras lidam. A recente aquisição de direitos de transmissão desportivos por parte das maiores operadoras portuguesas de telecomunicações é o exemplo mais relevante do esforço das mesmas em obter conteúdos televisivos com custos elevados. Estas economias de escala e de gama podem também ocorrer quando a fusão é do tipo vertical. A fusão entre um distribuidor e um produtor, através da comunicação entre as empresas afiliadas, pode conduzir a conteúdos que vão ao encontro das preferências dos consumidores

Também Warf (2003) defende que a procura por economias de escala e de gama, juntamente com a globalização, a desregulação e a convergência de tecnologias digitais, constituem motivações para as fusões no setor das telecomunicações, que se verificam desde a década de 1990 e que levaram à consolidação deste setor, tornando-o num oligopólio:

- Economias de escala e de gama: estas surgem, uma vez mais, como um determinante essencial para as F&A. Em períodos de instabilidade, caracterizados por baixo crescimento, as empresas tendem a reduzir a concorrência combinando as suas

forças. Além de reforçarem o seu poder, estas empresas podem realizar economias de escala e de gama se, por exemplo, aumentarem a sua linha de produtos – o *bundling* usado pelas operadoras de telecomunicações é um exemplo desta estratégia;

- Globalização: na visão de Warf (2003), as telecomunicações foram, desde sempre, um dos setores de negócios mais internacionais, centrado numa rede global de fibra ótica e serviços por satélite. A vaga de fusões da década de 1990, motivada pela procura de novos mercados, tornou estes processos internacionais. Estas fusões internacionais visam adicionar força à empresa, com a expansão da linha de produtos ou com a criação de uma marca forte a nível global. Assim, a globalização constitui um fator determinante para a realização destes processos;

- Desregulação: o processo iniciado em 1996 com o *Telecommunications Act* permitiu às empresas a aquisição e controlo de empresas estrangeiras e a expansão para novas áreas de negócio, o que levou à integração de empresas do serviço telefónico fixo com empresas do setor do cabo. Estas alterações, que visavam aumentar a concorrência e diminuir o preço dos serviços levaram, segundo Warf (2003), a um número recorde de fusões que consolidou o setor. É por isso que, na opinião do autor, a desregulação é um aspeto determinante para as F&A;

- Mudanças tecnológicas: alteraram as fronteiras setoriais, geográficas e de mercado da indústria de telecomunicações. A convergência digital veio permitir que conglomerados de telecomunicações pudessem oferecer mais que um único serviço e a introdução de novas tecnologias aumenta as funcionalidades dos serviços. Então, estas mudanças também constituem uma motivação para as fusões e aquisições.

1.6. Efeitos das Fusões e Aquisições

1.6.1. Sobre os Acionistas

Para Jensen e Ruback (1983) existe evidência de que as aquisições geram ganhos dos quais beneficiam os acionistas da empresa-alvo, enquanto que os acionistas da empresa-adquirente têm um resultado nulo. Adicionalmente, estes autores concluem que estes ganhos parecem não advir da criação de poder de mercado. Dados os resultados anteriores, é seguro afirmar que as aquisições criam valor. Contudo, dado que as empresas

licitantes tendem a ser maiores que os seus alvos, a soma simples do retorno das duas partes não mede os ganhos obtidos pela empresa resultante da fusão.

Jensen e Ruback (1983) comparam também os retornos anormais (diferença entre retornos reais e esperados) do preço das ações tendo em conta o sucesso da operação. Estes retornos anormais podem ainda ser utilizados para aferir se a operação vai criar poder de mercado. Então, Jensen e Ruback (1983), analisaram os retornos das ações das empresas rivais e, não tendo encontrando retornos anormais negativos, rejeitaram a hipótese de criação de poder de mercado.

Estes autores, analisaram ainda os retornos tendo em conta diferentes tipos de operações. Em OPAs malsucedidas, os retornos positivos são anulados se não existir uma nova oferta nos dois anos seguintes e nas fusões falhadas, os mesmos retornos parecem desaparecer num curto espaço de tempo.

Segundo Andrade *et al.* (2001) estudos recentes demonstraram que as fusões tendem a criar valor para os acionistas, sendo que a maioria dos ganhos se verificam na empresa-alvo. Esta evidência provém da abordagem tradicional, na qual a reação anormal do mercado de capitais ao anúncio da fusão é usado para avaliar a criação ou destruição de valor. Se o mercado de capitais é eficiente relativamente à informação pública, o preço das ações deve ajustar-se rapidamente após o anúncio de uma fusão, de modo a incorporar expectativas de mudança de valor. Sob esta mesma perspetiva, Andrade *et al.* (2001) encontraram efeitos positivos para os acionistas, o que sugere criação de valor. Os acionistas da empresa-alvo são, de longe, os mais beneficiados. Já as empresas adquirentes obtêm, neste estudo, retornos negativos, mas os resultados não são estatisticamente significativos.

Assim, estes resultados parecem estar de acordo com os de outros autores, nos quais as empresas parecem criar valor para os acionistas, mas nos períodos de anúncio esses ganhos são exclusivos das empresas-alvo.

Contudo, estes estudos da rentabilidade para os acionistas têm em conta janelas de observação muito curtas – geralmente, 3 dias (dia anterior ao anúncio até dia após o anúncio) – o que pode constituir uma limitação. Dada a complexidade de um processo de fusão, os investidores podem falhar na sua avaliação rápida do impacto total dos anúncios e, no longo prazo, os efeitos positivos podem reverter-se. Por isso, Andrade *et al.* (2001) defendem que se as fusões trazem realmente ganhos para os acionistas, esses ganhos

devem aumentar os seus *cash flows*. Assim, devem ser tidos em conta estudos que se baseiam na medida contabilística da rentabilidade usando, por exemplo, o retorno do ativo e as margens operacionais:

- Ravenscraft e Scherer (1989): através de um estudo *ex-post*, típico da economia industrial, examinaram o lucro da adquirida e concluíram que as principais áreas de negócio veem o seu lucro diminuir após a fusão. Esta conclusão contradiz o resultado obtido para o período de anúncio da fusão.

- Healy *et al.* (1992): tendo em conta uma amostra com as 50 maiores fusões entre 1979 e 1984, analisaram o desempenho operacional da empresa resultante da fusão relativamente à mediana da indústria. Com isso, descobriram que as empresas experienciam melhorias na produtividade dos ativos, o que as conduz a maiores *cash flows* operacionais relativamente às outras empresas da sua indústria. Contudo, os resultados mostram que os seus *cash flows*, na verdade, diminuem, mas que os das empresas fora da fusão diminuem ainda mais. Assim, verifica-se uma melhoria do *cash flow* relativo.

Jayaraman *et al.* (2002) investigaram o impacto das fusões entre *mutual funds* na riqueza dos seus acionistas e descobriram melhorias significativas para os acionistas do fundo-alvo, ao contrário do que sucede com os acionistas do adquirente. Para estes autores, isto denota transferência de riqueza dos acionistas do adquirente para o alvo. Outra conclusão importante foi a de que o alvo, após a fusão, viu reduzido o seu rácio de despesa para níveis semelhantes aos do fundo-adquirente antes da fusão. Importa ainda salientar que os fundos-adquirentes tendem a ter fluxos de caixa mais elevados assim como uma dimensão superior, o que sugere que além da obtenção de economias de escala, as fusões realizam-se com vista a eliminar fundos com baixo desempenho.

Majumdar *et al.* (2012) têm uma opinião diferente quanto aos efeitos das fusões e aquisições no setor das telecomunicações sobre os acionistas. Estes concluem que o *cash flow* relativo das empresas piorou após a fusão, o que leva a perdas para os acionistas. Estes resultados negativos permitem ainda concluir que a hipótese de que estes processos serem motivados pela obtenção de poder de mercado, pode ser descartada.

Tendo ainda em conta os efeitos das aquisições sobre os acionistas, no setor das telecomunicações, Trillas (2002) descobre que o efeito médio no valor acionista dos adquirentes, embora exista grande dispersão de resultados, não é significativamente

diferente de zero, o que vai ao encontro dos resultados avançados por outros autores: os acionistas das empresas adquirentes não beneficiam das aquisições. Esta evidência está presente na Tabela 2, que dá conta dessa dispersão de resultados e que estima um retorno anormal de 2,71% no preço das ações da adquirente, tendo em conta informação desde a data de anúncio e de conclusão do negócio e, tal como foi anteriormente descrito, é estatisticamente irrelevante.

Tabela 2 - Retornos Anormais para as Empresas Adquirentes

Acquirer	Target	Dates	Value	Abnormal returns (<i>t</i> -statistic)
Mannesmann	Orange	19–22/10/99	GB£ 19.86bn.	–8.88% (–1.01)
Vodafone	Airtouch	6–15/1/99	US\$ 62bn.	14.29% (1.65)
Vodafone	Mannesmann	13/11/99–4/2/00	US\$ 190bn.	–10.78% (–0.51)
Deutsche Telekom	One2One	29/7–7/8/99	GB£ 7.5bn.	–1.61% (–0.17)
Cable and Wireless	IDC	8/3–10/6/99	US\$ 572m.	–11.36% (–0.54)
KPN	E-Plus	8–11/12/99	US\$ 19bn.	33.35% (14.83)
NTL	CWC	15–27/7/99	US\$ 12.4bn.	13.47% (1.15)
France Telecom	Orange	24–30/5/00	GB£ 31bn.	13.60% (1.62)
British Telecom	ESAT	11/1–30/3/00	US\$ 2.4bn.	–7.62% (–0.37)
NTL	Cablecom	13/12/98	US\$ 3.7bn.	3.26% (0.66)
Telefonica	Endemol	16–17/3/00	US\$ 5bn.	–11.57% (–3.12)
Telefonica	Lycos	16–18/5/00	US\$ 12bn.	–11.36% (–2.51)

Fonte: Trillas (2002)

1.6.2. Sobre a Equipa de Gestão

A gestão da empresa é uma das partes que pode ser bastante afetada com os processos de fusão e aquisição pelo que os gestores da empresa-alvo podem tomar medidas que tornem as F&A mais difíceis.

Para Jensen e Ruback (1983), os benefícios recorrentes destes processos apenas se verificam quando o controlo dos ativos da empresa-alvo é transferido para a empresa licitante. Isto sugere que os acionistas de potenciais alvos são prejudicados com os gestores que se opõem a aquisições ou tomam medidas que diminuam a probabilidade de sucesso de uma operação. Estes gestores das empresas-alvo podem sofrer perdas com as F&A, através da sua substituição por outros gestores. Assim, tendem a tomar ações que diminuam a probabilidade da empresa ser alvo por parte de outras empresas e, assim, aumentar os seus benefícios em prejuízo dos acionistas (medidas *anti-takeover*).

As ações que estes podem tomar, segundo Jensen e Ruback (1983), vão desde o cancelamento de uma proposta sem a consulta dos acionistas, a formalização de queixas argumentando que a operação viola as leis da concorrência, acordos de moratória ou

recompra de ações detidas pelo licitante. A recompra de ações, com um prêmio, pode ser interpretada como um pagamento a um potencial licitante para cessar a atividade de aquisição. Os acordos de moratória constituem contratos voluntários nos quais as empresas se comprometem a limitar a sua participação noutras empresas. Estas duas últimas medidas são aquelas que mais podem prejudicar os acionistas. Contudo, a oposição da equipa de gestão a uma oferta de aquisição pode também beneficiar os acionistas se levar a um aumento do valor da oferta ou a uma subida do preço das ações.

Esta questão foi também analisada por Jovanovic (2013). Este argumenta que após uma fusão em que as remunerações dos agentes sejam elevadas, o principal (acionistas) prefere substituir o esforço da gestão por sinergias. Tal, apenas não se verifica, se o número de agentes empregue for reduzido. Assim, a administração de uma empresa resultante de uma fusão é suscetível de sofrer cortes de remuneração e de ser reestruturada o que também leva os gestores a escolher níveis de esforço mais baixos.

Também Krakel e Muller (2015) fazem a sua análise através de um modelo assente numa relação principal-agente na qual um CEO (*chief executive officer*) é contratado como agente e fica responsável por reunir informações sobre alvos adequados de fusão e de gerir a empresa resultante de um processo de F&A no caso deste ocorrer. No seu modelo, esta relação contempla duas fases. Na primeira fase, o CEO recolhe informações sobre possíveis alvos de fusão e recomenda um dos alvos ao principal que decide avançar ou não avançar. Em caso de aquisição, na segunda fase, o principal tem que escolher entre fundir a empresa antiga com a recém-adquirida ou manter as duas de forma independente. Caso a fusão seja o caminho escolhido, o CEO fica responsável por gerir a empresa resultante e, nesta fase, o principal pode dar-lhe incentivos em função do seu desempenho. Os resultados destes autores mostram que os agentes recomendam sistematicamente alvos com níveis de sinergias baixos, mesmo quando estão disponíveis alvos onde as sinergias podem ser bastante elevadas, de modo a obter incentivos e salários mais elevados na fase de gestão da fusão. Estas situações são ultrapassáveis se os contratos dos CEO's forem de longo prazo, se a compensação for baseada em ações ou se existir substituição frequente dos CEO's.

Todas estas situações analisadas anteriormente permitem concluir que a gestão da empresa pode ser negativamente afetada em resultado de fusões e aquisições, sobretudo quando estas geram sinergias elevadas. Contudo, também levantam questões sobre um

conflito de interesses entre acionistas e gestores que pode levar a resultados inferiores aos desejáveis.

1.6.3. Sobre os Trabalhadores

Gugler e Yurtoglu (2004) analisaram o efeito das F&A na procura de trabalho nos EUA e na Europa. No mercado de trabalho europeu nas duas últimas décadas, segundo estes autores, verificou-se um aumento do desemprego, sobretudo dentro da União Europeia. Nos Estados Unidos, embora tenham existido períodos de aumento do desemprego, este nunca alcançou os níveis europeus. Para estes autores, o mercado de trabalho europeu caracteriza-se por elevados custos de ajustamento laboral, o que justifica o seu fraco desempenho face aos EUA. Estes custos impedem as empresas que operam na Europa de alcançar um nível ótimo de emprego após um choque económico, pelo menos no curto-prazo. De facto, olhando para os mercados europeus de trabalho e, em particular, para o mercado laboral português, é possível verificar que existem leis mais rígidas de proteção contra despedimentos o que, por um lado, contribui para uma maior duração do período de trabalho, mas também do período de desemprego. Recentemente, a intervenção externa a que Portugal foi sujeito detetou, em parte, essa rigidez e recomendou a implementação de medidas que visem flexibilizar este mercado.

Voltando a ter em conta Gugler e Yurtoglu (2004), será de esperar que a empresa que resulte de um processo de fusão na Europa ajuste a sua força de trabalho, despedindo trabalhadores, de modo a alcançar o nível ótimo. As fusões, funcionam, sob esse ponto de vista, como uma forma eficaz de reestruturação. A análise de resultados destes autores permite concluir que as fusões reduzem a procura de emprego na Europa em cerca de 10%, mas tal não sucede nos EUA, o que comprova a teoria avançada pelos mesmos.

Healy *et al.* (1992) encontraram alguma evidência da existência de ganhos provenientes dos custos com o fator trabalho, mas concluíram que estes não aumentam significativamente os *cash flows* das empresas.

Já Larsson e Finkelstein (1999) descobriram que a resistência dos trabalhadores está negativamente associada com a realização de sinergias. Estes argumentam que as F&A têm, geralmente, um efeito severo nos funcionários das empresas adquiridas, podendo estes experienciar *stress*, impactos negativos na carreira e choques de culturas nos meses após a fusão ou aquisição o que gera ressentimento, hostilidade e insatisfação.

Então, Larsson e Finkelstein (1999) não só encontram efeitos negativos destes processos sobre os trabalhadores, mas também relacionam esses efeitos com a sua resistência a estes processos. A resistência dos funcionários é gerada pelas semelhanças estratégicas existentes pois, quando estas existem, as empresas tendem a realizar sinergias dadas as sobreposições na produção e marketing, através do *downsizing*. Finalmente, este estudo revela que a combinação de operações complementares parece ser muito menos desfavorável para os funcionários.

Lehto e Bockerman (2008) usam um grande conjunto de dados relativos às F&A na Finlândia de modo a analisar os seus efeitos sobre o emprego, tendo em conta a propriedade das empresas e o setor no qual operam. Os seus resultados revelam que as F&A internacionais levam à diminuição do emprego na indústria, mas estes efeitos são menores noutros setores. Nas F&A domésticas, se o comprador é nacional, existem efeitos negativos sobre o emprego em todos os setores. Se a fusão é doméstica, mas os compradores estrangeiros, encontramos efeitos negativos no setor da construção e nos serviços. Assim, os autores concluem que praticamente todas as mudanças na propriedade levam a perdas de emprego, embora a sua dimensão varie conforme o setor.

Nos serviços, um comprador doméstico, localizado no mesmo mercado relevante da empresa-alvo, pode ter maior interesse do que um comprador estrangeiro para comprar outra empresa, de modo a limitar a concorrência. Além disso, tendo em conta o setor dos serviços, que pode ser geograficamente restrito, é de esperar que a diminuição de emprego seja superior em resultado de F&A domésticas. De facto, os resultados obtidos por estes autores confirmam esta hipótese.

É também importante realçar que os efeitos sobre o emprego são menores em serviços intensivos em trabalho pois, deste modo, existem menos oportunidades para reduzir o tamanho da força de trabalho.

Finalmente, Lehto e Bockerman (2008) concluem que não são apenas as F&A internacionais que têm efeitos negativos nos trabalhadores, mas também as F&A domésticas. Além disso, concluem que as mudanças de propriedade também geram estas perdas pois oferecem uma oportunidade à equipa de gestão para renegar contratos de trabalho que até aí constituíam um obstáculo ao despedimento de trabalhadores.

1.6.4. Sobre as Empresas e os Consumidores

Gugler *et al.* (2003) analisaram os efeitos das fusões sobre o desempenho das empresas, em termos de lucratividade e vendas. Os seus resultados mostram que, em média, as fusões permitem às empresas que nelas participam aumentar os seus lucros mas, ao mesmo tempo, diminuem as suas vendas. Separando as diferentes formas de fusão, concluem que a redução de vendas é mais acentuada nas fusões em conglomerado. O aumento dos lucros pode, segundo estes autores, advir do aumento do poder de mercado ou do aumento da eficiência. A primeira conclusão parece aplicar-se mais a grandes empresas enquanto a segunda aplica-se a pequenas empresas.

Um dos efeitos mais temidos que pode resultar de uma fusão, é o exercício de poder de mercado. Este, segundo Gugler *et al.* (2003), está conotado com a habilidade de controlar preços. O exercício de poder de mercado é, para estes autores, mais provável nas fusões horizontais, mas pode também existir nas restantes. As fusões em conglomerado podem aumentar o grau de contactos multimercado o que facilita comportamentos cooperativos e as fusões verticais podem constituir barreiras à entrada. Por outro lado, o aumento da eficiência dá-se com a redução de custos e leva ao aumento das vendas e dos lucros.

A aplicação da metodologia destes autores permite concluir que nos cinco anos após a fusão, os lucros nos EUA são 8,1% superiores e as vendas 14,8% inferiores. Tal situação também se verifica na Europa, ainda que o decréscimo nas vendas seja menos pronunciado.

Já Garfinkel e Hankins (2011) concluem que empresas verticalmente integradas experienciam reduções significativas de custos e de volatilidade dos fluxos de caixa como resultado da fusão vertical. Estes resultados são consistentes com a teoria de que as fusões verticais proporcionam benefícios de cobertura de risco operacional.

Também Healy *et al.* (1992) acreditam que empresas resultantes de uma fusão têm melhorias significativas na produtividade dos ativos em relação à indústria, o que as leva a maiores retornos dos fluxos de caixa operacionais, sobretudo nas empresas com negócios sobrepostos. Estas melhorias devem-se a aumentos na produtividade dos ativos. Além disso, estes autores concluem que as fusões não levam a cortes no capital a longo prazo nem nos investimentos em I&D. Healy *et al.* (1992) descobrem também que existe uma forte relação positiva entre este incremento dos fluxos de caixa e o retorno anormal

das ações na data em que os processos são anunciados, o que revela melhorias das expectativas económicas subjacentes às reavaliações de capital na empresa resultante.

Os efeitos dos processos de fusão e aquisição no setor das telecomunicações têm também vindo a ser abordados na literatura mais recente.

Akdogu (2009) focou-se nos efeitos dos anúncios de aquisições, no setor das telecomunicações, sobre os rivais. No seu estudo, ao focar-se em aquisições não horizontais, encontrou evidência de retornos negativos nos rivais. Esses efeitos são mais pronunciados para as rivais com dimensão semelhante e que estão na mesma área de negócio primária que a empresa adquirida. Por outro lado, conclui que os efeitos negativos são de menor dimensão para os concorrentes que tenham realizado anteriormente aquisições e para aqueles que se tornarem, posteriormente, adquirentes.

Finalmente, este estudo aponta para perdas por parte dos adquirentes, o que sugere que as aquisições são custosas, mas ainda assim, a melhor opção.

Evens e Donders (2016) defendem que a integração horizontal nas telecomunicações dá poder aos distribuidores de conteúdos, permitindo-lhes alcançar acordos mais vantajosos com os fornecedores de conteúdos. Por outro lado, estas estratégias reforçam a concentração o que diminui a concorrência e pode prejudicar os consumidores. Se uma empresa de telecomunicações (distribuidor) tem uma posição muito relevante no mercado, as emissoras perdem flexibilidade para negociar acordos. Esta situação pôde ser recentemente observada com a Altice (que opera sob a designação comercial Meo) que, segundo diversos órgãos de comunicação social, teve dificuldades em fechar acordos para distribuição de alguns dos principais canais nacionais, dadas as suas exigências no sentido de reduzir o valor a pagar pelos mesmos.

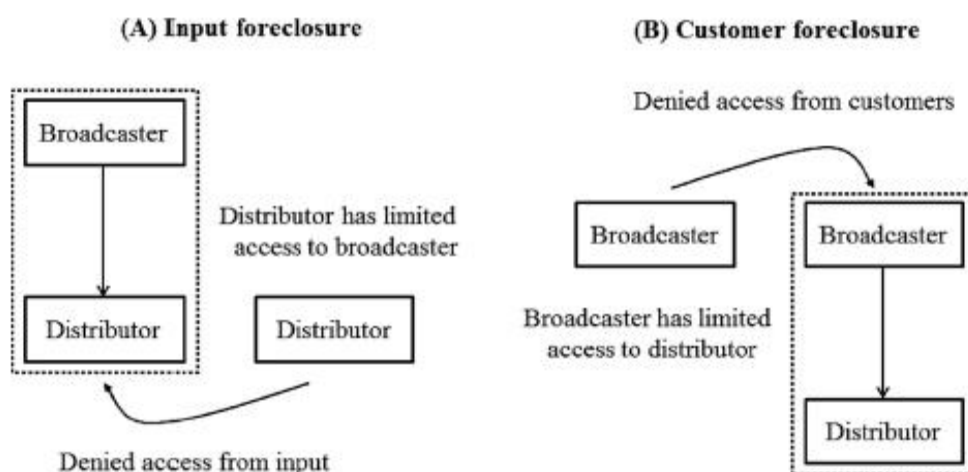
Adicionalmente, a concentração pode levar a que as empresas pratiquem preços de monopólio e reduzam o bem-estar dos consumidores. Além disso, os fornecedores, optando por produzir conteúdos menos diferenciados, reduzem a variedade e o excedente do consumidor.

Ainda assim, estas conclusões não são unânimes. Adilov *et al.* (2012) afirmam que distribuidores com relevo no mercado tendem a oferecer pacotes que aumentam o bem-estar do consumidor de modo a aumentar a sua base de subscritores.

A integração vertical envolvendo *players* do setor das telecomunicações pode ter efeitos negativos no ambiente competitivo, com o encerramento do mercado. Conforme

é possível verificar com a Figura 3, a fusão de um radiodifusor com um distribuidor pode impedir o acesso de outros distribuidores a conteúdos ou impedir outros produtores de terem acesso ao distribuidor envolvido na fusão e, conseqüentemente aos seus clientes.

Figura 3 - Efeitos do Encerramento de Mercado após uma Integração Vertical



Fonte: Evens (2012) (*cfr* Evens e Donders, 2016)

Contudo, esta mesma integração vertical pode resultar em ganhos para os consumidores, nomeadamente através de uma programação mais diversificada, maior penetração de subscritores e diminuição de preços dentro das empresas que realizam a fusão (Rogerson, 2013 *cfr* Evens e Donders, 2016).

Capítulo 2. Estudo de Caso – Fusão Zon-Optimus

2.1. Metodologia adotada: Estudo de Caso

Como foi explicado anteriormente, as fusões são fenómenos complexos e que envolvem diversas variáveis.

Esta dissertação abordou, numa primeira fase, os determinantes e os efeitos das fusões e aquisições através de uma revisão de literatura. A segunda parte do trabalho envolve estudar a fusão da Zon com a Optimus. Para isso, foi seleccionada a metodologia do estudo de caso.

Para Yin (1994), o estudo de caso consiste numa investigação empírica que estuda um fenómeno contemporâneo dentro do seu contexto real, sobretudo quando os limites entre o fenómeno e o seu contexto não estão claramente definidos.

Silva e Benegas (2010) defendem que o estudo de caso foi, durante algum tempo, considerado o método de estudo mais pobre, sendo-lhe apontada falta de precisão, objetividade e rigor. Porém, Yin (1994) argumenta que esta metodologia lida com diversas variáveis de interesse e, por isso, se baseia em várias fontes de evidência (documentação, registos de arquivo, entrevistas, observação direta, observação participante e artefactos físicos). Isto, de acordo com Baxter e Jack (2008), contribui para o rigor da análise.

O estudo de caso difere das experiências pois estas promovem deliberadamente o divórcio entre o fenómeno e o seu contexto, e da história, que está limitada a um fenómeno passado, no qual os informadores podem estar indisponíveis para entrevista e os eventos relevantes não podem ser diretamente observados (Yin, 1981).

Esta metodologia é qualitativa, mas pode também envolver variáveis quantitativas. A vantagem de usar o estudo de caso na análise de uma fusão prende-se com o facto de esta envolver um grande número de variáveis o que, segundo Yacuzzi (2005), poderia tornar o seu tratamento estatístico impossível.

Para Baxter e Jack (2008), a análise do caso em estudo requer que o investigador assegure a convergência dos dados para que se possa perceber o caso no geral.

Existem diferentes tipos de estudo de caso. Este trabalho é, essencialmente, um estudo de caso descritivo pois centra-se no relato de um fenómeno no seu contexto real (Yin, 1981). Contudo, também se insere, em parte, no estudo de caso explicativo, pois procura-se explicar as relações causais presumidas de um evento real e complexo.

2.2. Fusões e Aquisições no Mercado das Telecomunicações

O mercado das telecomunicações, cada vez mais ligado à radiodifusão e à distribuição de TV, tem vindo a ser consolidado, de forma cíclica, de acordo com condições regulatórias e económicas (Evens e Donders, 2016).

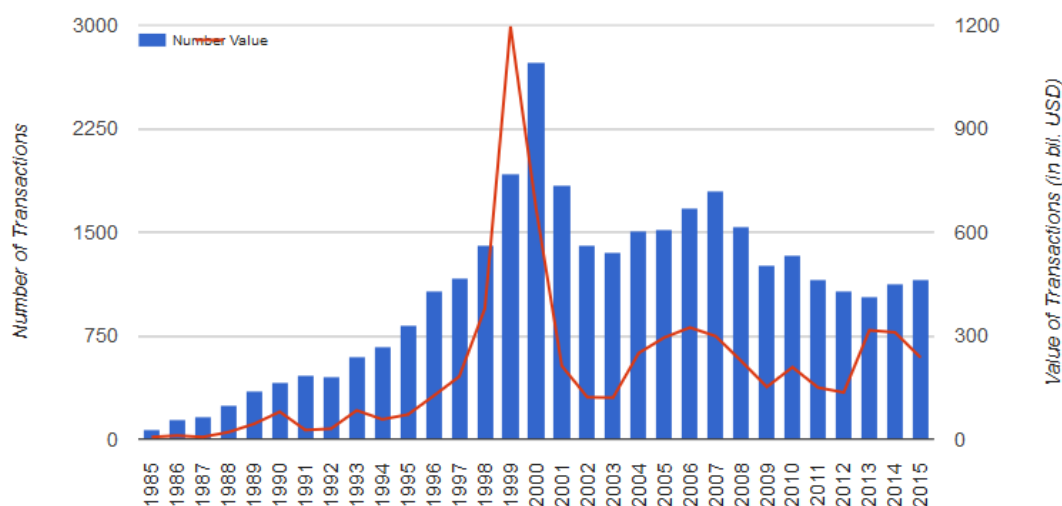
Independentemente da sua idade ou nível de rendimento, os serviços fixos e móveis estão a tornar-se uma necessidade para todos os indivíduos. (Purevjav e Kim, 2014).

Para Warf (2003), a natureza das telecomunicações, caracterizada por elevados custos fixos e baixos custos marginais tem, desde muito cedo, contribuído para a consolidação no setor. Prova disso é a fusão ocorrida, em 1900, entre a *Bell Telephone* e a *U.S. Telegraph* que deu origem à *American Telephone and Telegraph Company (AT&T)* que, até 1984, gozou de um monopólio no mercado doméstico de telecomunicações nos EUA.

Como pudemos verificar anteriormente, o *Telecommunications Act* de 1996 foi responsável por grande parte da convergência de empresas de prestação de serviços de telefone fixo com empresas ligadas à distribuição de internet e televisão paga, assim como empresas produtoras de conteúdos televisivos. Nos anos que se seguiram a esta alteração regulatória, as F&A nas telecomunicações a nível mundial, com predominância nos EUA, atingiram valores elevadíssimos: em 1999, estas operações de concentração totalizaram um montante de cerca de 1,2 biliões de dólares, com destaque, por exemplo, para a compra da *Sprint* pela *MCI* que, combinando a segunda e terceira maiores empresas de telecomunicações dos EUA, deu origem a uma empresa com uma faturação anual de 30 mil milhões de dólares (Warf, 2003). No ano seguinte, registou-se um número recorde de F&A, conforme se pode verificar nos dados fornecidos pelo Institute for Mergers,

Acquisitons and Alliances, embora o seu valor não tenha sido tão elevado (669.000 milhões de dólares).

Gráfico 4 - Fusões e Aquisições no Setor das Telecomunicações, 1985-2015



Fonte: Institute for Mergers, Acquisitons and Alliances (IMAA)

Um estudo elaborado por Tseng e Litman (1998) (*cfr* Evens e Donders, 2016) concluiu que não eram apenas os grandes operadores de cabo que realizavam fusões, mas também os operadores mais pequenos, de modo a não só conseguirem competir com os outros operadores de cabo, mas também para concorrerem com entrantes nos mercados telefónico, *wireless* e satélite. No mercado de satélite, estiveram em foco as integrações verticais com provedores de conteúdos de modo a diferenciar a oferta face a outras operadoras.

Evens e Donders (2016) observaram uma segunda vaga de fusões no mercado Norte-Americano das telecomunicações, ocorrida em 2004, e que resultou no controlo de 90% desse mercado de distribuição por quatro grandes empresas.

Mais recentemente, e sobretudo a partir de 2011, na visão de Evens e Donders (2016), as F&A neste setor têm-se intensificado dado o crescimento dos conteúdos de vídeo *online*. Aos já tradicionais sites de vídeos online, como o *Youtube*, juntam-se agora novos serviços de conteúdos de vídeo online, como é o caso da *Netflix*.

Evens e Donders (2016) reportam ainda que os operadores de televisão paga têm enfrentado, na Europa, uma estagnação das receitas de subscrição e reportado um menor

crescimento da margem *EBITDA* devido ao aumento do custo da programação e dos custos com infraestruturas. Adicionalmente, estes autores acrescentam que os operadores de telecomunicações têm sido confrontados com um *ARPU* historicamente baixo devido a guerras de preços e questões regulatórias – como é caso da descida das tarifas de *roaming*.

Neste sentido, a onda de consolidação atual tem-se caracterizado pela convergência entre empresas dos serviços fixo (internet, televisão e telefone) com empresas do serviço móvel – tal como é o caso da Zon e da Optimus. Com estes processos, as operadoras conseguiram oferecer serviços *quadruple play* (internet, televisão, telefone fixo e telemóvel) passando os consumidores a ter todos os seus serviços agregados num único prestador. Assim, a mais recente estratégia de F&A no setor das telecomunicações conseguiu, como afirmam Chan-Olmsted e Guo (2011), reduzir a rotatividade e o custo de aquisição de clientes num mercado altamente competitivo e volátil.

Tabela 3 - Lista de Grandes Fusões no Setor das Telecomunicações

Date	Description	Merger amount
April 1996	Bell Atlantic and NYNEX ^a	\$26 billion
April 1997	Pacific Telesis and SBC ^a	\$17 billion
November 1997	MCI and Worldcom	\$40 billion
May 1998	Ameritech and SBC ^a	\$62 billion
June 1998	AT&T and TCI	\$48 billion
March 1999	Comcast and Media One	\$53 billion
May 1999	Air Touch and Vodafone	\$75 billion
May 1999	Olivetti and Telecom Italia	\$33 billion
July 1999	Q West and US West ^a	\$35 billion
September 1999	Bell Atlantic and GTE ^a	\$70 billion
October 1999	MCI Worldcom and Sprint	\$129 billion
October 1999	Telia and Telenor	\$47 billion
October 1999	Mannesmann and Orange	\$34 billion
November 1999	Mannesmann and Vodafone	\$180 billion
January 2000	AOL and Time Warner	\$160 billion
May 2000	France Telecom and Orange	\$46 billion
June 2000	Vivendi and Seagram	\$40 billion
July 2000	Deutsche Telecom and Voice Stream	\$53 billion
October 2004	Cingular and AT&T Wireless	\$41 billion
November 2005	SBC and AT&T	\$17 billion
December 2006	AT&T and Bell South	\$89 billion

Fonte: Le Blanc e Shelanski (2002) (*cfr* Majumdar *et al.*, 2012)

Segundo Purevjav e Kim (2014), a convergência dos serviços fixo e móvel representa uma evolução quer do ponto de vista tecnológico, quer do ponto de vista do

marketing. As F&A são, juntamente com a diferenciação, as alianças e o *bundling*, as quatro principais estratégias que as operadoras de telecomunicações podem adotar no sentido de oferecer aos seus clientes estes serviços convergentes. Estes serviços reúnem cada vez mais a preferência dos consumidores dada a sua conveniência e maior funcionalidade. A convergência alterou também a cadeia de valor deste mercado e acelerou os processos de expansão das operadoras de modo a obterem economias de escala e de gama.

As diferentes estratégias pelas quais as empresas podem optar, de modo a oferecer produtos convergentes, possuem diversos pontos fortes e pontos fracos, tal como se pode verificar na Tabela 4.

Tabela 4 - Comparação entre Diferentes Opções Estratégicas

	Pontos fortes	Pontos fracos
<i>Bundling</i>	<p>Maior receita e quota de mercado</p> <p>Economias de escala na produção</p> <p>Economias de gama na distribuição</p>	<p>Margem menor</p>
Diferenciação	<p>Competência distintiva</p> <p>Prestígio</p> <p>Prémio de preço</p> <p>Lealdade à marca</p> <p>Protegida dos rivais</p>	<p>Dificuldade em manter, aos olhos dos consumidores, a singularidade do produto no longo prazo</p> <p>Concorrentes ágeis podem imitar rapidamente</p> <p>Dificuldade em manter prémio de preço</p>
Aliança	<p>Aprender com os parceiros e desenvolver competências</p> <p>Recursos superiores</p> <p>Obter economias de escala na produção e marketing</p> <p>Redução de custos</p>	<p>Tornar-se dependente de outra empresa em conhecimentos especiais</p> <p>Tempo consumido em comunicação, aquisição de confiança e custos de coordenação</p> <p>Lidar com práticas operacionais diversas ou conflitantes</p>
F&A	<p>Vendas cruzadas</p> <p>Mercado mais amplo</p> <p>Otimização fiscal</p>	<p>Diversificação</p> <p>Gestores têm empresas maiores para gerir e, consequentemente, maior poder</p>

Fonte: Purevjav e Kim (2014) (adaptado)

Para explorar a seleção de estratégias das operadoras de telecomunicações, no sentido da convergência digital, Purevjav e Kim (2014), tiveram em conta as *press releases*, entre 2006 e 2011, de cinco grandes operadoras europeias. Os resultados são apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 - Escolhas Estratégicas por Operadora

	<i>Bundling</i>	<i>Differentiation</i>	<i>Alliances</i>	<i>M&A</i>	<i>Total</i>
Deutsche Telekom	6 (9.0%)	29 (43.2%)	16 (23.9%)	16 (23.9%)	67
France Telecom	22 (12.0%)	94 (53.0%)	36 (20.0%)	25 (14.0%)	177
Telecom Italia	7 (9.0%)	48 (61.0%)	20 (25%)	4 (5.0%)	79
Vodafone	7 (9.0%)	33 (45.0%)	17 (23.0%)	17 (23.0%)	74
<i>Total</i>	42 (11.0%)	204 (51.0%)	89 (22.0%)	62 (16.0%)	397

Fonte: Purevjav e Kim (2014)

Estes resultados mostram que, apesar da vaga de fusões ocorrida no setor das *telco*, a diferenciação tende a ser a opção preferida das operadoras. Contudo, os resultados não são surpreendentes e não retiram importância às F&A. Estas são processos morosos e complexos e, além disso, envolvem o recurso a montantes elevados de capital. Por outro lado, a diferenciação é a estratégia mais simples de implementar pois não implica qualquer mudança estrutural. Esta leva o consumidor a considerar um determinado produto único, dadas as suas características, o que evita que as operadoras concorram pelo preço, o que poderia gerar uma guerra de preços com impactos significativos sobre as margens das empresas.

2.3. O Mercado das Telecomunicações em Portugal

O setor das telecomunicações tem, historicamente, um valor relevante para a economia portuguesa. Em 2003, o mesmo contribuía com mais de três mil milhões de

euros para o valor acrescentado bruto do país, representando 2,42% do total do VAB português. Em termos relativos, é notória a diminuição do peso deste setor para o país e, em termos absolutos, essa tendência também se manifesta no período mais recente para o qual existem dados disponíveis. Tal situação é justificada com as novas tendências verificadas neste setor, nomeadamente o *bundling*, que tem contribuído para a diminuição de receitas e, consequentemente, para a diminuição da sua importância na economia.

Tabela 6 - Valor Acrescentado Bruto das Telecomunicações em Portugal

valores em milhões €	Total	Telecomunicações	Variação	% do total
2003	127 818,98	3 097,74	-	2,42%
2004	133 269,81	3 231,08	4,3%	2,42%
2005	137 599,40	3 304,40	2,3%	2,40%
2006	143 579,41	3 332,47	0,8%	2,32%
2007	152 183,22	3 393,67	1,8%	2,23%
2008	156 016,36	3 434,92	1,2%	2,20%
2009	155 505,86	3 321,61	-3,3%	2,14%
2010	158 325,86	3 041,89	-8,4%	1,92%
2011	154 242,77	3 047,86	0,2%	1,98%
2012	147 361,56	2 869,94	-5,8%	1,95%
2013	149 768,41	2 579,21	-10,1%	1,72%

Fonte: PORDATA

Globalmente, a estrutura da maioria dos mercados de telecomunicações é, pelo menos no curto-prazo, segundo Rosenberg (1997), um oligopólio. Este tipo de estrutura de mercado caracteriza-se pela existência de um reduzido número de empresas. Isto significa que podemos ter empresas suficientemente grandes ao ponto de conseguirem exercer algum controlo sobre o preço de mercado, mas que, por outro lado, a concorrência possa ser mais ativa e intensa do que sob competição. Rosenberg (1997) defende que, no oligopólio, os preços tendem a ser mais elevados do que na concorrência e as empresas tentarão diferenciar os seus produtos, por exemplo, através da publicidade. Além disso, a possível reação das empresas às ações das rivais pode tornar a rivalidade custosa, através de guerras de preços, pelo que existe incentivo ao conluio e a práticas como: preços predatórios, de modo a expulsar ou manter os rivais fora do mercado; investimento excessivo em publicidade; ou o controlo de canais de distribuição.

Em determinados oligopólios, Rosenberg (1997) acrescenta que a empresa dominante atua como líder de mercado e há uma franja competitiva nas empresas mais pequenas, que atuam como seguidoras e mantêm os seus preços ligeiramente abaixo da líder. O autor dá o exemplo do mercado Norte-Americano das telecomunicações, no qual a AT&T, ainda hoje atua como líder, e a MCI e a Sprint como seguidoras.

Esta estrutura de mercado apontada por Rosenberg (1997) não difere substancialmente da estrutura do mercado português de telecomunicações. A Portugal Telecom foi a primeira grande empresa portuguesa deste setor, tendo sido criada em 1994, em resultado da fusão de diversas empresas estatais de comunicações. A PT, que viria a ser privatizada durante a década de 90 do século XX, era, naturalmente, a líder de mercado, detendo a TMN (empresa de comunicações móveis), a TV Cabo (empresa de televisão por cabo) e o SAPO (prestador de serviços de internet) e mantendo quotas de mercado elevadas.

A Telecel, que mais tarde viria a ser vendida à multinacional Vodafone, começou a operar no mercado das comunicações móveis na mesma altura que a TMN, sendo capaz de lhe fazer concorrência e, assim, conquistar uma quota de mercado relevante. Uns anos mais tarde, o surgimento da Optimus levou a que o mercado das telecomunicações móveis fosse disputado por três grandes empresas, estrutura que foi sendo sempre mantida, apesar da entrada de pequenos operadores.

Nos restantes mercados, o domínio da PT foi mais pronunciado e duradouro e, apenas com o *spin-off* da PT Multimédia (Zon) é que passa a existir no mercado uma empresa capaz de lhe fazer concorrência, como teremos oportunidade de verificar em seguida.

Mercado do Serviço de Televisão por Subscrição (STVS)

De facto, neste mercado existia um grande domínio da PT até ao seu *spin-off* com a PT Multimédia (Zon). Era aliás, a PT Multimédia que detinha a operação do grupo neste mercado. Até esta cisão das empresas, apenas a Cabovisão operava com alguma expressividade neste mercado, com uma quota ligeiramente superior a 10%.

Após a cisão, e com estes serviços a serem prestados pela nova empresa (Zon), a PT, aproveitando as suas infraestruturas que lhe permitiam chegar a grande parte do território, lançou uma oferta concorrente no mercado da TV (Meo). Esta oferta, lançada

em 2007, terminou o ano seguinte com uma quota de 13,7%, alcançando em pouco mais que um ano, o estatuto de segundo maior operador de mercado.

A Optimus e Vodafone viriam também a entrar neste mercado, correspondendo a uma nova tendência dos consumidores, que estavam cada vez mais interessados em ter um único prestador de serviços de comunicações. Contudo, como demonstra a Tabela 7, esta estratégia não se traduziu em ganhos substanciais ao nível de quota de mercado, dada a sua limitação geográfica e os avultados investimentos necessários para alcançar maior cobertura.

Já a PT, dadas as suas vantagens competitivas, conseguiu um crescimento extraordinário ao nível da quota de mercado tendo, cinco anos após o lançamento da sua oferta comercial, alcançado uma quota de perto de 40%.

Assim, até ao início do processo de fusão Zon-Optimus, apenas a PT conseguiu concorrer com a Zon neste mercado.

Tabela 7 - Quotas de Mercado do Serviço de Televisão por Subscrição, 2008-2012

	4T08	4T09	4T10	4T11	4T12
PT/Meo	13,7%	23,4%	30,4%	35,5%	39,2%
Zon	71,8%	63,8%	57,3%	53,3%	50,2%
Optimus	0,6%	1,0%	1,1%	1,2%	1,2%
Vodafone	-	0,3%	0,7%	1,2%	1,4%
Cabovisão	12,4%	10,4%	9,5%	8,7%	7,8%
Outros	1,1%	1,0%	1,1%	0,2%	0,2%

Fonte: Anacom (2016a)

Mercado do Serviço de Banda Larga Fixa (BLF)

O processo de *spin-off* entre a PT e a PT Multimédia (Zon) levou à divisão de clientes de BLF pelas duas empresas resultantes desse processo. Assim, os clientes da “TV Cabo” transitaram para a Zon e os consumidores do “Sapo Adsl” permaneceram na PT. Desta forma, explicam-se as quotas de mercado elevadas destas duas empresas em 2008. A partir daí, a PT e a Zon aproveitaram a sua posição privilegiada no mercado fazendo com que todas as outras empresas no mercado perdessem quota.

O lançamento da oferta comercial Meo por parte da PT, tornando a empresa capaz de oferecer serviços *triple-play* com uma cobertura alargada, revelou-se bastante eficaz, ao ponto de levar a empresa a dominar, em 2012, cerca de metade do mercado.

Tabela 8 - Quotas de Mercado do Serviço de Banda Larga Fixa, 2008-2012

	4T08	4T09	4T10	4T11	4T12
PT/Meo	42,1%	44,5%	46,9%	49,3%	51,3%
Zon	30,7%	31,9%	32,5%	33,0%	33,0%
Optimus	12,3%	9,1%	6,6%	5,4%	4,3%
Vodafone	3,1%	4,2%	4,2%	4,2%	3,9%
Cabovisão	9,0%	7,8%	7,9%	7,2%	6,7%
Outros	2,9%	2,4%	2,1%	1,0%	0,5%

Fonte: Anacom (2016a)

Mercado do Serviço Telefónico Fixo (STF)

Dos quatro principais serviços que compõem o atual panorama das telecomunicações, o serviço telefónico fixo é o mais antigo e o que tem vindo a perder maior relevância. A PT foi, durante muitos anos, o único prestador deste serviço e, apesar do mesmo estar liberalizado, o peso desta empresa é ainda muito expressivo.

A Vodafone e a Cabovisão nunca se conseguiram impor no STF, mantendo quotas a rondar os 5%. Por outro lado, a Optimus chegou a ter 14,1% do mercado em 2008 e, mesmo tendo adquirido algumas empresas prestadoras deste serviço, a sua posição veio a deteriorar-se.

A Zon, que lançou este serviço após se separar da PT, foi a única a conseguir realmente impor-se no mercado, tendo terminado 2012 com uma quota de 19,7%. Esta evolução é justificada pela posição forte da empresa nos serviços de televisão por subscrição e banda larga fixa o que, aliado à tendência dos consumidores, lhe permitiu oferecer serviços *triple-play*.

Tabela 9 - Quotas de Mercado do Serviço Telefónico Fixo, 2008-2012

	4T08	4T09	4T10	4T11	4T12
PT/Meo	68,5%	63,6%	60,2%	58,4%	57,2%
Zon	4,3%	10,6%	14,8%	17,4%	19,7%
Optimus	14,1%	14,3%	12,9%	12,5%	11,7%
Vodafone	2,9%	3,8%	4,2%	4,4%	4,7%
Cabovisão	6,4%	5,7%	5,8%	5,7%	5,4%
Outros	3,8%	2,0%	2,2%	1,6%	0,6%

Fonte: Anacom (2016a)

Mercado do Serviço Telefónico Móvel (STM)

Neste mercado, tal como foi referido anteriormente, o aparecimento de concorrência por parte da Vodafone quando o mesmo ainda se encontrava numa fase introdutória e, mais tarde, a criação da Optimus, contribuíram para um maior equilíbrio entre empresas a operar no mercado. Ainda assim, a PT manteve-se como líder de mercado, seguida de perto pela Vodafone.

As restantes operadoras, tais como a operadora móvel virtual dos CTT, nunca se conseguiram impor.

A Zon, no sentido de corresponder às necessidades dos consumidores, criou também uma oferta de serviços móveis. Porém, não existindo licença para a criação de uma nova rede, teve de o fazer através de uma parceria, apoiada na rede da Vodafone. Esta forma de concorrer no mercado comportava diversas limitações a nível da oferta, o que contribuiu para que a empresa sentisse dificuldades em se impor. Em 2012, quatro anos após a sua introdução no mercado, a Zon detinha uma quota de apenas 1,1%.

Tabela 10 - Quotas de Mercado do Serviço Telefónico Móvel, 2010-2012

	4T10	4T11	4T12
PT/Meo	44,1%	43,9%	44,5%
Zon	0,8%	1,0%	1,1%
Optimus	15,7%	15,9%	14,8%
Vodafone	38,9%	38,9%	38,9%
CTT	0,4%	0,4%	0,3%
Outros	-	-	0,4%

Fonte: Anacom (2016a)

Finalmente, ao falar-se do mercado das telecomunicações em Portugal é impossível não se referir o *bundling*, que corresponde à estratégia de integrar diversos serviços num único pacote. De facto, como tivemos oportunidade de verificar, no período 2008-2012, os prestadores de serviços de telecomunicações que foram melhor sucedidos foram aqueles que tiveram capacidade de oferecer pacotes com todos os serviços.

Inicialmente, o *bundling* era uma estratégia popular nos STF e BLF, chegando, em 2008, a 245.000 consumidores. Com o impulso da PT e da Zon, 713.000 consumidores subscreviam, em 2009, um pacote de pelo menos três serviços. O ano de

2009 marca, portanto, uma evolução na tendência de mercado dado que, pela primeira vez, os serviços 3P/4P/5P ultrapassam o número de subscritores de serviços *double-play*.

Uma prova da mais recente tendência de integração dos diversos serviços das operadoras de telecomunicações dá-se com a estratégia da PT, em janeiro de 2014, em acabar com a designação comercial TMN (direcionada para a prestação de serviços móveis) e integrar estes serviços na marca MEO, tornando esta capaz de oferecer serviços *quadruple-play* e *quintuple-play* (que inclui banda larga móvel).

No final de 2014, 2.935.000 consumidores portugueses tinham aderido a pacotes de, pelo menos, três serviços enquanto que apenas 523.000 permaneciam com pacotes de dois serviços sendo, nesse ano, o pacote de STF com STVS, o mais relevante para esses consumidores.

Tabela 11 - Número de Subscritores de Pacotes de Serviços, 2006-2014

(valores em milhares)	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Double-Play	337	386	390	431	459	642	665	636	523
- STF+BLF	213	251	245	212	199	157	156	150	126
- STF+STVS	101	102	118	160	195	402	449	423	346
- BLF+STVS	23	32	27	58	64	79	59	59	51
3P/4P/5P	128	179	343	713	1158	1541	1783	1991	2412
TOTAL	465	565	733	1143	1616	2183	2448	2627	2935

Fonte: Anacom (2016a)

2.4. Análise das Empresas Envolvidas na Fusão

2.4.1. Zon Multimédia

Em 1993, a Portugal Telecom lançou, pela primeira vez em Portugal, um serviço de televisão paga criando, dessa forma, a TV Cabo. Mais tarde, em 1996, a reorganização do grupo PT levou à criação da PT Multimédia, uma *holding* do grupo para os serviços de internet e multimédia. Esta *holding* passou então a deter a TV Cabo, assim como o negócio dos cinemas Lusomundo e uma participação na Sportinveste (que detém os canais Sporttv).

A PT Multimédia passou a estar cotada na bolsa de valores, em 1999, independentemente da Portugal Telecom, ainda que a maioria do seu capital (58%) pertencesse a esta.

Em 2006, o grupo SONAE lançou uma Oferta Pública de Aquisição sobre a Portugal Telecom e, como estratégia de defesa dessa OPA, a PT sugeriu aos seus acionistas a cisão com a PT Multimédia, o que se viria a verificar no ano seguinte.

Com a cisão completa, a PT Multimédia tornou-se uma empresa independente o que, já em 2008, levou a uma mudança de nome. Foi neste contexto que surgiu a Zon Multimédia.

Para responder às exigências dos consumidores a empresa, que até 2007 detinha serviços de internet e televisão, lançou um serviço de telefone fixo logo após o processo de cisão, passando assim a oferecer serviços *triple-play*. Esta estratégia foi também alargada ao serviço móvel com a assinatura, em 2008, de um acordo com a Vodafone, para a criação de um operador móvel virtual, o que permitiu à Zon oferecer serviços de *quadruple-play*.

Contudo, a cisão da PT Multimédia com a PT, fez com que esta lançasse uma oferta de serviços integrados, passando também a oferecer televisão por subscrição. Este acréscimo de concorrência no mercado das *telco* refletiu-se de forma negativa na quota de mercado da Zon no serviço de televisão paga, no qual a empresa havia sido monopolista. De acordo com a Tabela 12, a quota da Zon passou de 71,8% no final de 2008 para 63,8% no final do ano seguinte, tendo continuado a diminuir posteriormente, embora a ritmos menores.

Por outro lado, a adesão cada vez mais forte aos pacotes de serviços permitiu à Zon ganhar quota nos serviços fixos de internet e, sobretudo, no serviço telefónico fixo.

Finalmente, a aposta no serviço móvel não se veio a revelar particularmente bem-sucedida, dada a existência de três incumbentes totalmente estabelecidas no mercado.

Tabela 12 - Quotas de Mercado da Zon, 2008-2012

	4T08	4T09	4T10	4T11	4T12
Internet Fixa	30,7%	31,9%	32,5%	33,0%	33,0%
Serviço Telefónico Fixo	4,3%	10,6%	14,8%	17,4%	19,7%
Televisão por subscrição	71,8%	63,8%	57,3%	53,3%	50,2%
Serviço Telefónico Móvel	-	-	0,8%	1,0%	1,1%

Fonte: Anacom (2016a)

Em termos operacionais, a Zon registou, no período em análise, com exceção de 2011 e 2012, um crescimento ao nível das receitas provenientes dos serviços ligados às telecomunicações. O Resultado Líquido, porém, sofreu uma queda com alguma expressão em 2010 e manteve-se praticamente inalterado nos anos seguintes. Para efeitos de análise, deve-se ter em conta que este setor exige investimentos avultados, mas necessários para levar os serviços em questão até aos consumidores.

Tabela 13 - Indicadores Operacionais da Zon

(milhões de €)		2008	2009	2010	2011	2012
Vol. Neg.	Tv, Net, Voz	688,2	739,4	785,8	772,4	755
	Total	776,6	823	872,3	854,8	858,6
EBITDA		244,5	267	302,4	311,2	312,9
RO		104	78,4	82,8	93,6	98,3
RLP		47,9	44	35,4	34,2	36
Gas. Pess		52,7	58,2	58,3	59,3	59,8
(unidades)						
Nº Colab	Zon TV Cabo	728	824	861	894	873
	Total	1545	1622	1620	1612	1622

Fonte: Relatórios & Contas Zon

Finalmente, na Tabela 14 constam os maiores acionistas da Zon a 31 de dezembro de 2012, data em que a fusão se iniciou formalmente. É assim possível verificar que a empresária Isabel dos Santos era a maior acionista deste grupo, detendo cerca de 28,81%

da empresa através de duas *holdings* por si controladas. Faziam ainda parte da estrutura acionista desta empresa, alguns empresários e bancos portugueses, nomeadamente o BPI (Banco Português de Investimento) e o BES (Banco Espírito Santo) – atualmente NB (Novo Banco).

Tabela 14 - Estrutura Acionista da Zon (31 de dezembro de 2012)

Acionistas	Número de Ações	%Direitos de Voto
Unitel International Holdings, B.V. ⁽¹⁾	58.147.094	18,81%
Kento Holding Limited ⁽¹⁾	30.909.683	10,00%
Banco BPI, SA	23.428.598	7,58%
Espírito Santo Irmãos, SGPS, SA ⁽²⁾	15.455.000	5,00%
Joaquim Alves Ferreira de Oliveira ⁽³⁾	14.955.684	4,84%
Fundação José Berardo ⁽⁴⁾	13.408.982	4,34%
Banco Espírito Santo, SA	10.661.737	3,45%
Ongoing Strategy Investments, SGPS, SA ⁽⁵⁾	10.162.250	3,29%
Estêvão Neves - SGPS, SA ⁽⁶⁾	9.075.782	2,94%
Grupo Visabeira, SGPS, SA ⁽⁷⁾	6.641.930	2,15%
Norges Bank	6.379.164	2,06%
Zadig Gestion (Luxembourg) S.A.	6.300.000	2,038%
SGC, SGPS, SA ⁽⁸⁾	6.182.000	2,00%
ESAF - Espírito Santo Fundos de Investimento Mobiliário, SA	6.088.616	1,97%
BES Vida - Companhia de Seguros, S. A	5.721.695	1,85%
Metalgest - Sociedade de Gestão, SGPS, SA ⁽⁴⁾	3.985.488	1,29%
Total Identificado	227.503.703	73,60%

Fonte: Relatórios & Contas Zon

2.4.2. Optimus

A Optimus Telecomunicações S.A. foi constituída em 1997, nascendo de um consórcio entre empresas portuguesas e estrangeiras, do qual faziam parte a Sonae, que era o acionista maioritário da empresa, mas também a EDP e a France Telecom.

A empresa iniciou a sua operação no mercado das comunicações móveis no ano seguinte, a 15 de setembro de 1998, sendo a terceira operadora a entrar neste mercado. Na altura, estavam já no mercado a TMN (atualmente MEO) e a Telecel (que viria a ser posteriormente comprada pela Vodafone).

O lançamento desta operadora foi considerado um sucesso, o que se refletiu nos 100.000 angariados logo na primeira semana de operação e nos 700.000 clientes alcançados no primeiro ano de atividade.

A operadora foi crescendo e a mudança no panorama das telecomunicações a nível mundial levou à expansão para outros serviços. Em 2004, em conjunto com a Novis (empresa pertencente ao universo Sonae), a Optimus lançou-se no serviço telefónico fixo, com o Optimus Home, de modo a competir com a Portugal Telecom.

No ano seguinte, a empresa voltou a diversificar a sua oferta com o Optimus Kanguru, um serviço de banda larga móvel pioneiro.

Em 2010, dá-se a integração da operadora com a Clix (outra empresa do universo Sonae), o que torna a Optimus uma operadora capaz de oferecer serviços de telefone móvel e fixo, assim como de internet e televisão.

Ao longo dos anos, a estrutura acionista da SONAECOM SGPS, S.A., a *holding* que detém a Optimus, sofreu algumas alterações, nomeadamente através do aumento da posição da Sonae na empresa que, com a aquisição dos 20% detidos pela francesa Orange, se tornou o único acionista com posição qualificada na mesma.

A Tabela 15, que contém as quotas de mercado da Optimus, mas também de outras empresas da Sonaecom antes das mesmas serem integradas na operadora em análise, mostra que o grupo estava numa situação delicada. Como terceira operadora no mercado móvel das telecomunicações, a Optimus nunca conseguiu obter a expressividade da PT e da Vodafone neste mercado. No último ano em análise, podemos até verificar que a mesma estava a perder quota neste mercado, apesar de possuir uma oferta competitiva. Tal pode estar relacionado com os efeitos de rede e com a sua falta de capacidade em se impor nos restantes mercados. De facto, apesar de algum acréscimo de quota no mercado da televisão por subscrição, esta continuava com uma expressão muito reduzida. Também no serviço telefónico fixo e, sobretudo, no serviço de internet fixa, a empresa vinha a perder posição no mercado de forma muito expressiva.

Tabela 15 - Quotas de Mercado da Optimus, 2008-2012

	4T08	4T09	4T10	4T11	4T12
Internet Fixa	12,3%	9,1%	6,6%	5,4%	4,3%
Serviço Telefónico Fixo	14,1%	14,3%	12,9%	12,5%	11,7%
Televisão por subscrição	0,6%	1,0%	1,1%	1,2%	1,2%
Serviço Telefónico Móvel	-	-	15,7%	15,9%	14,8%

Fonte: Anacom (2016a)

Além da diminuição das quotas de mercado nos serviços de telecomunicações da Optimus, a empresa vinha também a apresentar receitas cada vez mais baixas tendo, de 2008 para 2012, perdido cerca de 100 milhões de euros de receitas apenas no serviço

móvel. Esta quebra é explicada, em parte, com a diminuição da receita por utilizador, no mesmo período, de 16,8€ para 12€, em resultado da concorrência ao nível dos tarifários que se traduziu na criação de novos produtos que incluíam pacotes de chamadas, mensagens e internet no telemóvel.

Apesar da diminuição ao nível das receitas, a empresa mostrou-se capaz de, ao longo do período, aumentar o seu EBITDA. Finalmente, tendo em conta o Resultado Líquido do Período reportado, é possível constatar que este também evoluiu de forma positiva tendo aumentos muito relevantes nos anos de 2010 e 2011.

Tabela 16 - Indicadores Operacionais da Optimus

Indicadores Operacionais da Optimus						
____(milhões de €)____		2008	2009	2010	2011	2012
Vol. Neg.	Móvel	629,1	607	592,8	570,7	528,1
	Fixo	291,4	245,2	237,6	220,4	222,5
	Móvel+Fixo	920,5	852,2	830,4	791,1	750,6
	Sonaecom	976,2	949,4	920,7	863,6	825,4
EBITDA	Móvel	142,4	166,7	185,5	199,6	227,8
	Fixo	14	5,7	3,5	9,6	14,8
	Móvel+Fixo	156,4	172,4	189	209,2	242,6
	Sonaecom	160,4	175,7	194	213	246
Gastos pessoal	Móvel	51,2	53,7	51,7	51	44,2
	Fixo	9,8	4,8	3,9	2,8	3,7
	Móvel+Fixo	61	58,5	55,6	53,8	47,9
RLP	Sonaecom	5,2	6,1	41,3	62,3	75,4
ARPU móvel	Optimus	16,80 €	14,80 €	13,70 €	12,90 €	12 €
Nº Colab. (unidades)	Optimus	-	-	1099	1074	1008
	Sonaecom	1968	2013	2057	2016	2025

Fonte: Relatórios & Contas Sonaecom

2.5. Determinantes da Fusão Zon-Optimus

Perceber os determinantes da fusão entre a Zon e a Optimus é um dos principais objetivos deste trabalho. Para isso irá recorrer-se ao “Projeto de Fusão por Incorporação” (CMVM, 2013), no qual as empresas explicam as suas motivações e à revisão de literatura presente neste trabalho, de modo a confrontar as justificações apresentadas pelas empresas.

Complementaridade

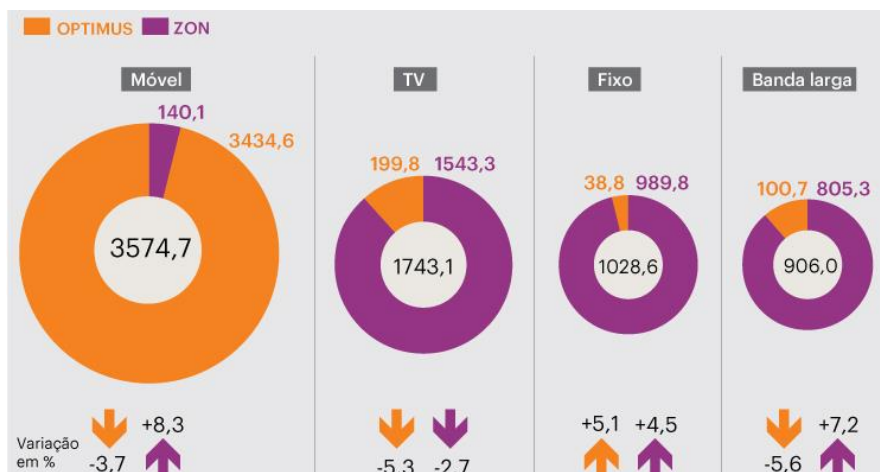
Como foi possível verificar, a Optimus era uma empresa que prestava essencialmente serviços móveis, enquanto a Zon era líder destacada na televisão por subscrição, mantendo também uma presença forte na internet fixa e serviço telefónico fixo. Tal situação é reforçada pela Figura 4, que dá conta do número de clientes que cada empresa possuía em cada serviço prestado e que vem, uma vez mais, demonstrar essa mesma complementaridade.

Adicionalmente, a tendência que se verificava no mercado passava pela prestação de serviços em pacote, estando o *quadruple-play* em forte crescimento.

Neste sentido, um dos principais fatores determinantes para a realização desta fusão passou pela existência dessa complementaridade entre as duas empresas, o que lhes permitiu ir ao encontro das expectativas dos consumidores.

Esta motivação está de acordo com aquilo que é defendido por Larsson e Finkelstein (1999), ou seja, que a existência de complementaridade contribui para o sucesso de uma fusão pois impulsiona a realização de sinergias. Também Warf (2003), como foi possível verificar no Capítulo 1, defende que a convergência digital, que veio permitir a prestação de vários serviços por um operador, impulsiona as fusões.

Figura 4 - Nº Clientes (milhares) Zon e Optimus por Serviço Prestado, 31/03/2013



Fonte: Público (2013)

Sinergias e Economias de Escala

Conforme referido no Capítulo 1 deste trabalho, a obtenção de sinergias e economias de escala é um dos fatores mais presentes na realização deste tipo de operações [Cox (2006); Lehto e Bockerman (2008); Chatterjee (1986); Walter e Barney (1990); Jensen e Ruback (1983); Larsson e Finkelstein (1990); Andrade *et al.* (2001); Evens e Donders (2016); Warf (2003)].

No caso da Zon-Optimus, as empresas estimaram, no seu Projeto de Fusão, que as sinergias poderiam rondar os 350 – 400 milhões de euros, podendo advir de diversas fontes:

- Maior poder de negociação com fornecedores;
- Redução da dependência de infraestruturas de concorrentes e otimização do investimento nas mesmas: um exemplo relevante desta fonte de sinergias é o contrato que a Zon tinha com a Vodafone, o qual lhe permitia prestar serviços móveis assentes na plataforma desta;
- Obtenção de uma cobertura mais alargada, em todos os serviços prestados, no território português;
- Capacidade de prestar serviços convergentes;
- Menores custos de investimento da Zon nos serviços móveis e da Optimus nos restantes serviços: enquanto empresas separadas, ambas tinham de pagar para poder distribuir um canal de televisão, algo que se irá alterar com as empresas juntas;

- Criação de uma empresa com uma presença mais forte no mercado e mais capaz de competir;
- Sinergias financeiras, com possível redução dos custos de financiamento;
- Junção do *know-how* dos trabalhadores das duas empresas.

Criação de um grupo sólido e com dimensão relevante

O mercado português de telecomunicações, nos anos que antecederam esta fusão, enfrentava quedas nas receitas, agravadas pela conjuntura económica negativa. Esta conjuntura era também responsável por dificuldades das empresas no acesso ao mercado de capitais. Tal como refere Akdogu (2009), as fusões podem surgir como uma resposta a um choque, neste caso, económico.

Tendo em conta a análise das receitas da Zon e da Optimus, pode-se verificar que a junção das duas empresas poderia criar um grupo com uma receita superior a 1.500 milhões de euros e que, segundo as empresas, teria uma quota de 26% no mercado português de telecomunicações. Este fator determinante da fusão vai ao encontro do que é defendido por Steger e Kummer (2007): a necessidade de crescer e consolidar potencia processos de F&A.

Então, esta nova empresa seria mais sólida e, por isso, mais capaz de investir, sendo esta capacidade de investimento potenciada pela maior capitalização bolsista e liquidez acrescida.

Internacionalização

Esta é outra das motivações apontadas pelas empresas. As mesmas defendem que o aumento da dimensão em Portugal e, consequentemente, o aumento da rentabilidade, “permitirão a disponibilização de recursos adicionais a alocar à implementação de uma estratégia de internacionalização” (Projeto de Fusão por Incorporação) com foco nos mercados com taxas mais elevadas de crescimento. Esta internacionalização passará sobretudo pela consolidação em Angola e Moçambique, onde a Zon está já presente e o grande objetivo é o crescimento e aumento da rentabilidade que não é possível alcançar apenas com o mercado português. Esta motivação para a realização da operação é, por isso, uma razão de planeamento estratégico, defendida por Cox (2006) e também uma forma de expandir a presença internacional [Walter e Barney (1990)].

Fomento da Concorrência, Produtividade e Inovação

Considerando os determinantes para a realização desta operação descritos anteriormente, as empresas envolvidas acrescentam que o aumento da concorrência, produtividade e inovação é outro fator que as leva a optarem pela fusão.

De facto, os serviços prestados pela Zon e pela Optimus são complementares, pelo que a sua junção permite o lançamento de novos produtos integrados, além da criação de um grupo forte. Deste modo, a nova empresa torna-se capaz de lançar “novas funcionalidades a preços mais competitivos [e] ao valor acrescentado para o cliente corresponderá uma melhoria do serviço prestado” (Projeto de Fusão por Incorporação). Estas questões de aumento da produtividade não se referem, portanto, apenas à empresa que irá resultar da fusão, mas também a todos os seus potenciais clientes.

A criação de um grupo forte permitirá ainda o aumento da concorrência, em benefício dos consumidores. Esta questão é referida pelas empresas envolvidas pois as mesmas entendem que só com a realização da fusão é que conseguirão lançar ofertas integradas, nomeadamente *quadruple-play*, e, assim, concorrer com a Portugal Telecom – a única empresa que até aí conseguia disponibilizar este tipo de ofertas.

É, porém, difícil encontrar na literatura autores que suportem esta visão. Embora, vários autores admitam a existência de sinergias a vários níveis e que poderão ter um impacto positivo na produtividade e na inovação, a visão que estes têm sobre as questões da concorrência é bastante diferente. Uma operação de concentração é provável que aumente o poder de mercado das empresas envolvidas e, desta forma, prejudique os consumidores.

A maioria dos fatores determinantes para a realização da operação de concentração entre a Zon e a Optimus vão claramente ao encontro daqueles avançados na literatura por diversos autores. Além disso, de uma forma geral, parecem ser bastante relevantes e justificam totalmente a realização da fusão, deixando até a ideia de que o processo deverá ser bem-sucedido.

2.6. Cronologia da Fusão

Os rumores de uma possível fusão entre a Zon e a Optimus surgiram em 2007, quando a Zon ainda era designada por PT Multimédia. Nessa altura, a Sonaecom havia tentado lançar uma OPA sobre a PT e, tal como já foi referido neste trabalho, esse processo falhou, mas levou ao *spin-off* da PT com a PT Multimédia. Então, os desejos da Sonaecom em deter uma operadora forte em todos os segmentos do mercado, fizeram com que esta empresa estudasse alternativas a esse falhanço, surgindo naturalmente a hipótese da PT Multimédia.

Por tudo isto, não foi propriamente uma surpresa o anúncio da intenção de realização deste processo, em 14 de dezembro de 2012, não só por parte da Sonaecom, mas também por Isabel dos Santos que, à data, era a principal acionista da Zon com uma participação de 28,8% através de duas sociedades que controlava (Kento e Unitel). A 19 de dezembro, a administração da Optimus manifesta-se totalmente a favor da fusão e, no mesmo dia, a Zon informa a Comissão de Mercado de Valores Mobiliários da intenção de iniciar negociações formais com vista à realização do negócio.

Ainda em dezembro de 2012, a Sonaecom e Isabel dos Santos decidem criar a holding ZOPT, entidade para a qual viriam a transferir, respetivamente, 81,8% da Optimus e 28,8% da Zon, em janeiro de 2013. Esta entidade tem como objetivo, caso a fusão seja bem-sucedida, controlar a nova empresa.

Em fevereiro de 2013, a fusão foi comunicada às autoridades competentes: Autoridade da Concorrência, Entidade Reguladora para a Comunicação Social e Autoridade Nacional de Comunicações. A 6 de março, a ERC enviou o seu parecer à AdC, no qual não se opunha ao negócio. A Anacom viria a proceder de forma semelhante a 11 de abril, impondo, contudo, algumas condições.

Em março realizaram-se as Assembleias Gerais das duas empresas, mais precisamente no dia 7, nas quais foi votada a proposta de fusão. Uma fusão só pode ser bem-sucedida se for aceite pela maioria dos acionistas das duas empresas. No caso da Optimus, dado ser controlada pela Sonaecom, tal não constituiria um entrave. Contudo, a dispersão do capital da Zon, poderia comprometer a operação. Tal não se verificou pois 99% dos acionistas da Zon presentes na Assembleia Geral votaram favoravelmente a proposta, ultrapassando, desta forma, a maioria de 2/3 dos votos que era necessária.

A CMVM, a 11 de abril, decide dispensar o lançamento de uma OPA ficando, dessa forma, o processo de fusão dependente da decisão da AdC.

Após a imposição de condições e de um projeto de decisão a autorizar a operação, a AdC decide aprovar definitivamente a operação, a 26 de agosto de 2013. No dia seguinte, a mesma é registada na Conservatória do Registo Comercial.

Em outubro de 2013, Miguel Almeida é eleito CEO da Zon-Optimus e o processo de fusão é dado por concluído.

Finalmente, em maio de 2014, a empresa muda de nome e passa a designar-se “NOS”. A Tabela 17, apresentada de seguida, sintetiza todos os passos que foram dados ao longo do processo.

Tabela 17 - Síntese dos Principais Acontecimentos ao Longo do Processo de Fusão

14 Dez 2012	• Anúncio da intenção de fusão
19 Dez 2012	• Início das negociações
26 Dez 2012	• Constituição da "ZOPT"
Jan 2013	• Transferência das participações da Sonaecom e de Isabel dos Santos para a ZOPT
11 Fev 2013	• Notificação à Autoridade da Concorrência
13 Fev 2013	• Anacom e ERC analisam a fusão
6 Mar 2013	• ERC não se opõe à fusão
7 Mar 2013	• Assembleias da ZON e Optimus aprovam a fusão
11 Abr 2013	• Anacom não se opõe à fusão
2 Jul 2013	• AdC testa compromissos acordados com as empresas
30 Jul 2013	• AdC avança com projeto de fusão impondo cinco remédios
26 Ago 2013	• AdC aprova definitivamente a fusão
27 Ago 2013	• Registo da fusão na Conservatória do Registo Comercial
1 Out 2013	• Miguel Almeida nomeado CEO da Zon-Optimus
31 Out 2013	• Conclusão formal da fusão
17 Mai 2014	• Lançamento da NOS

Fonte: Jornal de Negócios (2013) (adaptado)

2.7. A Análise do Regulador à Fusão

Esta secção do trabalho tem inteiramente por base o documento da Autoridade da Concorrência, de 26 de agosto de 2013, intitulado “Decisão de Não Oposição acompanhada da imposição de Condições e Obrigações da Autoridade da Concorrência”. Com isso, pretende-se dar a conhecer a forma como a Autoridade analisou este processo e justificar as decisões adotadas.

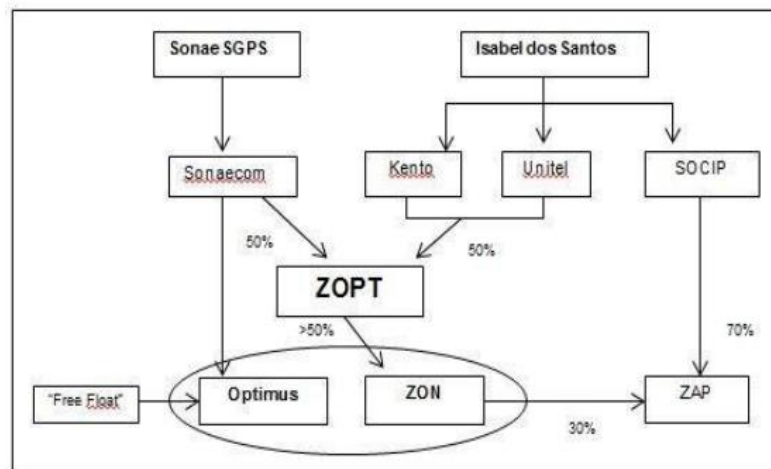
A AdC informou ter recebido, a 1 de fevereiro de 2013, uma notificação das partes interessadas, dando conta da intenção em realizar a operação de fusão entre a Zon e a Optimus e, posteriormente, controlar a empresa resultante através da sociedade Zopt, criada para esse efeito.

Numa primeira fase, a AdC publicou um aviso sobre a intenção de realização desta operação tendo, com isso, recebido três pedidos de empresas concorrentes – Cabovisão, Portugal Telecom e Vodafone – para se constituírem como terceiras contrainteressadas.

A primeira tarefa da autoridade consiste em identificar as partes envolvidas no processo, ou seja, Isabel dos Santos através das suas empresas Kento e Unitel e a Sonae, através da Sonaecom, ambos como entidades adquirentes. Depois, são caracterizadas as empresas que as entidades suprarreferidas pretendem fundir: a Zon, que presta serviços e comunicações eletrónicas, televisão por subscrição, produção e distribuição de serviços audiovisuais e exibição e distribuição cinematográfica; e a Optimus que presta serviços de telefone fixo e móvel, internet e televisão por subscrição.

Tal como referido anteriormente, as entidades envolvidas pretendem criar uma sociedade-veículo para controlar a nova empresa, tal como consta na Figura 5.

Figura 5 - Organograma da Zopt



Fonte: AdC (2013)

Em seguida, a autoridade identifica o tipo de operação. A proposta de fusão prevê a incorporação da Optimus na Zon, sendo as ações da Optimus que se encontram na Zopt, trocadas por ações da Zon, emitidas num aumento de capital para o efeito. A Sonaecom será ainda compensada pela sua contribuição para a sociedade ser superior. Dado se tratarem de empresas que atuam no mesmo setor de atividade, a operação é do tipo horizontal. Contudo, a autoridade ressalva que da mesma podem advir efeitos de natureza não horizontais.

A definição do mercado relevante, quer a nível do produto, quer em termos geográficos é uma parte essencial no processo de análise deste tipo de operações pois, com um mercado relevante definido, a autoridade pode antecipar com melhor exatidão, os possíveis efeitos adversos a que esta operação pode conduzir. Relativamente ao serviço telefónico fixo, embora sejam definidos diversos mercados ao nível do produto, o mercado geográfico corresponde ao território nacional, incluindo os segmentos residencial e não residencial. Nos serviços móveis, a autoridade tem o mesmo entendimento relativamente ao mercado geográfico relevante. Nos serviços de internet, a AdC distingue os mercados de produtos de banda larga móvel e de banda larga fixa, não diferenciando produtos que utilizam diferentes tecnologias. Contudo, o mercado relevante em termos geográficos é infranacional, existindo Áreas C (áreas centrais) – urbanas e onde existe concorrência – e Áreas NC, estando a Optimus presente apenas nas Áreas C. Da mesma forma se procede para o mercado da televisão por subscrição.

Após os procedimentos para a definição dos mercados relevantes, descritos no parágrafo anterior aqueles que, dada a natureza deste trabalho, importam analisar, o passo seguinte na avaliação deste processo consiste numa avaliação da concorrência.

Tendo em conta as quotas de mercado nos diferentes serviços que prestam, a Zon e a Optimus são o 2º e o 3º maiores operadores e, da sua fusão, resultará uma empresa com quotas que variam entre os 30% e os 40%. Uma ferramenta de análise da concentração de mercado é o *Índice de Herfindahl-Hirschman* que consiste na soma dos quadrados das quotas de mercado das diferentes empresas. Este índice tem, como valor de referência, 2000, valor a partir do qual se afirma que um mercado é concentrado. Adicionalmente, num cenário de concentração, a diferença entre o cenário antes da fusão com o cenário após a fusão não deve ultrapassar os 150 pontos, referência a partir da qual existem preocupações ao nível da concorrência. No caso dos mercados das telecomunicações em Portugal, num cenário pós-fusão, o IHH seria, na maioria dos mercados relevantes, superior a 4000, o que dá conta da existência de um mercado concentrado e o acréscimo seria sempre superior a 200 pontos. Contudo, a AdC tem também em consideração que, mesmo com a fusão, a Portugal Telecom continuaria a ser líder e que estamos perante mercados oligopolistas.

Em seguida, a Autoridade da Concorrência efetua uma análise mais rigorosa a diversos aspetos relacionados com a concorrência:

-- Barreiras à entrada no setor das comunicações eletrónicas

- Barreiras legais / administrativas: procedimentos administrativos para obtenção de licenças camarárias (ex. para obras na via pública) e escassez de espectro radioelétrico.
- Barreiras físicas: no acesso a cada habitação.
- Barreiras financeiras: elevados investimentos iniciais ao nível das infraestruturas constituindo, grande parte destes, custos afundados.
- Economias de escala e/ou gama: também constituem uma barreira à entrada pois um operador com dimensão pode beneficiar de decréscimos nos custos médios e o oferecer pacotes com múltiplos serviços.
- Efeitos de rede: discriminação no preço das chamadas para outras redes.
- Mobilidade dos consumidores: é reduzida.

-- Efeitos Horizontais

- Mercados de telefonia fixa: após a concentração, os dois maiores operadores ficariam com uma quota superior a 85%. Sendo este mercado de crescimento potencial moderado e com elevadas barreiras à entrada, não será de esperar novos entrantes. Contudo, conclui-se também que a operação não deverá resultar na criação ou reforço de posição dominante e que as empresas envolvidas não exercem grande pressão concorrencial entre si, pelo que “a presente operação não será suscetível de gerar preocupações jusconcorrencias”.

- Mercados de telefonia móvel: a quota conjunta da Zon e da Optimus neste mercado passaria a ser de 14% e o acréscimo do IHH de apenas 24. Então, dada “a diminuta presença da Zon neste mercado, não foram identificados elementos que indiquem problemas concorrenciais neste mercado resultantes da operação de concentração em apreço”.

- Mercados de acesso à internet: a forte presença das duas operadoras nas chamadas “Áreas Centrais”, no serviço de banda larga fixa, que, com a fusão, se traduziria num acréscimo do IHH em mais de 250, leva a que tenha de se realizar uma análise mais aprofundada no que diz respeito a possíveis danos na concorrência. Dada a quota elevada que a empresa resultante viria a ter, tendo em conta a redução do número de prestadores deste serviço e as elevadas barreiras à entrada, considerando ainda a existência de concorrência entre a Zon e a Optimus e o acordo de partilha de rede da Optimus com a Vodafone, a autoridade conclui “que a presente operação de concentração é suscetível de criar entraves significativos à concorrência efetiva” na banda larga fixa, mas tal não é esperado no mercado da banda larga móvel.

- Mercado de televisão por subscrição: a Zon é, destacadamente, o operador líder neste mercado. Com a fusão, a quota da operadora resultante deste processo iria situar-se entre 60% e 70% e, juntamente com a PT, estas duas empresas teriam uma quota superior a 90%. Contudo, a autoridade defende que a melhor forma de analisar este serviço é através das ofertas em pacote pois a Optimus apenas concorre com a Zon no serviço de televisão através desses pacotes.

- Ofertas *triple-play*: neste tipo de ofertas, a AdC considera que a Zon tem uma quota elevada nas “Áreas Fibra”, que a empresa resultante da fusão pode ter uma quota superior a 50% e que a fusão leva à diminuição do número de prestadores de serviços.

Além disso, considera a existência de concorrência entre a Zon e a Optimus e a existência de barreiras à entrada, pelo que a “presente operação de concentração é suscetível de criar entraves significativos à concorrência”.

- Ofertas *double-play*: como este produto tem uma importância reduzida para a Optimus e se encontra, no geral, em declínio, “a presente operação de concentração não é suscetível de criar entraves significativos à concorrência”.

- Ofertas *quadruple-play*: a AdC conclui que a fusão poderia colocar entraves à concorrência nas chamadas “Área Fibra”, mas acrescenta que a análise e conclusões a estes serviços são semelhantes às da oferta *triple-play*.

A AdC analisou ainda outros grupos de serviços prestados pelas empresas envolvidas, nomeadamente os cinemas detidos pela Zon e a participação que esta detém na Sporttv (que possui conteúdos desportivos) o que poderia levantar questões de encerramento do mercado. Porém, no geral, a autoridade não encontrou indícios de que tal pudesse suceder, devido às quotas de mercado reduzidas da Optimus.

Em suma, “a AdC identificou preocupações jusconcorrenciais suscetíveis de resultarem em entraves à concorrência efetiva nos seguintes mercados relevantes:

(i) Mercado de acesso à Internet em banda larga fixa nas zonas onde a Optimus tem acesso a redes de fibra;

(ii) Mercado grossista de acesso em banda larga nas zonas onde a Optimus detém uma rede de fibra;

(iii) Mercado retalhista de televisão por subscrição nas zonas onde a Optimus tem acesso a redes de fibra;

(iv) Mercado de ofertas *triple-play* nas zonas onde a Optimus tem acesso a redes de fibra.”

A AdC acrescenta ainda que as empresas propuseram compromissos que eliminam todas estas preocupações.

Dado que existem outras autoridades relacionadas com as empresas que pretendem realizar esta fusão, a AdC pediu pareceres à Anacom e à ERC, os quais serão agora analisados.

Parecer da Anacom

- (i) Mercados retalhistas fixos: a Anacom diz que não é de esperar que a fusão altere a posição dominante da PT. Se, por um lado, a operação aumenta a concentração o que facilita a coordenação entre empresas, por outro lado, a empresa que resultar da fusão vê a sua posição reforçada de modo a competir com a PT.
- (ii) Mercados grossistas fixos: para este mercado, a Anacom diz que a fusão também não irá alterar as posições dominantes neste mercado.
- (iii) Mercados móveis: a autoridade antevê impactos reduzidos ao nível da concorrência e da eficiência.

Conclusão do parecer: a Anacom adverte para a necessidade de imposição de compromissos, nomeadamente:

- (i) “ao nível do acesso à infraestrutura de rede de fibra da Optimus, pela Vodafone”.
- (ii) “ao nível das condições de acesso, a serviços móveis suportados em números não geográficos, e à gama de numeração 761 e 762.”

Posição da AdC: esta autoridade afirma que os compromissos propostos pela Zon e a Optimus acautelam a questão do acesso da Vodafone à rede de fibra da Optimus. Quanto à segunda preocupação da Anacom, a AdC refere que a Zon não presta esses serviços a terceiros pelo que, com a fusão, não se altera a estrutura do mercado e, logo, não se levantam questões de concorrência.

Parecer da ERC

Este parecer refere-se a “conteúdos de comunicação social”, dado ser a área de atuação da ERC, e propõe analisar três questões:

- (i) Apurar se a fusão compromete a concorrência, podendo fragilizar “a possibilidade de os operadores de televisão encontrarem uma plataforma interessada em distribuir os seus serviços de programas.”
- (ii) “Apurar em que medida a operação notificada tem implicações no pluralismo e diversidade ao nível da produção de conteúdos de comunicação social.”

- (iii) Aferir se “da agregação das atividades da Zon e da Optimus resulte, nomeadamente por via do mercado de publicidade na imprensa e na rádio, uma alteração significativa da estrutura atualmente vigente no mercado nacional, suscetível de levantar ao Regulador dos media objeções impeditivas da operação.”

Face às questões anteriormente enunciadas, a ERC conclui que a operação não afetará a concorrência e “não se conclui que a mesma coloque em risco a livre expressão e o confronto das diversas correntes de opinião”.

Compromissos

A autoridade identificou, nesta fusão, questões que podem colocar em causa a concorrência. Contudo, as empresas apresentaram compromissos, seguidamente apresentados, que ultrapassam as questões levantadas pela autoridade.

1º) “Prorrogação do prazo do Contrato Optimus S.A. / Vodafone Portugal, permitindo que a Vodafone continue, durante um período mais alargado de tempo, a ter acesso grossista, temporário, à infraestrutura de rede da fibra da Optimus.”

2º) “Modificação do regime de responsabilidade, por resolução, do Contrato Optimus SA / Vodafone Portugal, garantindo à Vodafone beneficiar, em *ultima ratio*, de um regime mais garantístico, em caso de eventual resolução contratual.”

3º) “Eliminação, por um determinado período de tempo (6 meses após comunicação da Optimus), das cláusulas de fidelização dos clientes de *triple-play* da Optimus que, à Data da Decisão, estivessem suportados na rede de fibra da Optimus, parcialmente objeto do Contrato Optimus SA / Vodafone Portugal e, em caso de pedido, o desligamento.”

4º) “Negociação, com Terceiros, a partir da Data da Operação até 31 de outubro de 2015, do acesso grossista à Rede de Fibra Optimus Partilhável, parcialmente objeto do Contrato Optimus SA / Vodafone Portugal.”

5º) “Negociação, com a Vodafone, de uma opção de compra sobre a Rede de Fibra Optimus Alienável parcialmente objeto de Contrato Optimus SA / Vodafone Portugal, a executar até um determinado período de tempo.”

A AdC deu, de seguida, oportunidade aos contrainteressados de se manifestarem face a estes compromissos.

Observações da Portugal Telecom

- (i) A primeira observação da PT demonstra as suas preocupações relacionadas com os conteúdos e os mercados audiovisuais. Para estes, a operação poderia “consolidar a exploração monopolista dos conteúdos *premium* desportivos e cinematográficos para televisão por subscrição e *new media* e de criar obstáculos ao acesso a tais conteúdos”.
- (ii) A PT alerta também para a “criação de condições para a duopolização do mercado e agravamento do risco de efeitos coordenados”, pois a redução do número de empresas aumenta, por outro lado, a simetria das que permanecem neste mercado com produtos pouco diferenciados.
- (iii) Esta contraparte faz ainda algumas objeções aos compromissos propostos pelas empresas envolvidas na fusão alegando que, por exemplo, a eliminação da fidelização de clientes 3P da Optimus se deveria estender aos clientes 2P e que as medidas de alteração ao contrato com a Vodafone podem até agravar as questões concorrenciais.

Observações da Vodafone

- (i) A Vodafone começa por sublinhar, tal como a PT, as suas preocupações relativamente aos mercados audiovisuais e aos conteúdos.
- (ii) Depois, acrescenta questões relacionadas com o acesso a lojas localizadas em centros comerciais Sonae (dona da Optimus e futura acionista de referência da Nos).
- (iii) Finalmente, a Vodafone manifesta também preocupações face aos compromissos assumidos.

Observações da Cabovisão

- (i) Esta operadora faz apenas algumas considerações sobre os compromissos assumidos, entendendo apenas que alguns deles poderiam ser reforçados.

O passo seguinte na análise da AdC consistiu em analisar os compromissos assumidos pelas operadoras envolvidas, assim como as observações das partes contrainteressadas, tendo concluído que os compromissos “são suficientes, adequados e proporcionais à resolução dos problemas jusconcorenciais resultantes da operação de concentração”.

Audiência dos Interessados

a) Pronúncia das Notificantes (Zon e Optimus)

Estas empresas começaram por mostrar o seu agrado face à posição da AdC em não se opor à operação, mediante a aceitação dos Compromissos, argumentando que a mesma não coloca entraves à concorrência. Em seguida, propõem algumas adendas ao relatório da autoridade, as quais não têm grande relevância para esta análise. Depois, estas consideram que os mercados relevantes definidos pela AdC sobreavaliam a pressão concorrencial que a Optimus exerce nas “Áreas Fibra”. As empresas insistem que, nas áreas suprarreferidas, os principais concorrentes da Zon são a PT e a Vodafone.

b) Pronúncia da Portugal Telecom

A PT sugere “que o Projeto de Decisão que lhe foi notificado é fortemente influenciado pela definição dos mercados relevantes, quer no seu âmbito geográfico, que no seu âmbito do produto que considera insuficiente para avaliar em que medida (...) se cria ou reforça o domínio em certos mercados, e, em que medida a concorrência efetiva é sensivelmente reduzida”. Esta empresa acrescenta que os compromissos assumidos se cingem a atenuar a questão da diminuição da concorrência entre a Optimus e a Vodafone. Quanto aos mercados de telefonia fixa, a PT alerta para a diminuição da concorrência, com a concentração, e para a existência de barreiras à entrada. No mercado de acesso à internet, a PT argumenta que a autoridade subestima os efeitos a nível da concorrência. Nos pacotes *quadruple-play*, a PT teme que a junção da Zon com a Optimus crie um operador dominante. A PT também teme que se concretize o encerramento do mercado, nos espaços comerciais do grupo Sonae. Quanto à questão dos conteúdos audiovisuais, a posição da PT não diverge

significativamente da da autoridade. A PT também toma uma posição face aos compromissos, argumentando que estes apenas resolvem os problemas concorrenciais com a Vodafone num curto espaço de tempo e pretende um compromisso adicional que dê a terceiros, o acesso às redes de fibra e de cabo da Zon, assim como aos conteúdos que esta detém.

c) Pronúncia da Vodafone

A Vodafone começa por discordar “com o sentido e teor do Projeto de Decisão” alegando a “insuficiência dos Compromissos oferecidos”. Esta empresa defende que deveria ter sido efetuada uma análise mais cuidada nos mercados de *triple-play* e *quadruple-play*. Depois, esta empresa mostra preocupações com a questão dos audiovisuais e conteúdos, temendo o encerramento do mercado por parte da Zon / Optimus. A Vodafone também alerta para a necessidade de um compromisso adicional que garanta o acesso de terceiros à rede de fibra da Zon e considera insuficiente a eliminação da fidelização dos clientes da Optimus durante 6 meses.

d) Pronúncia da Cabovisão

A Cabovisão manifesta-se de acordo com o “sentido e teor do Projeto de Decisão”, defendendo que os compromissos podem “contribuir para a mitigação das barreiras à entrada e à expansão no setor”. Esta empresa, também manifesta alguma preocupação quanto à questão dos audiovisuais e dos conteúdos. Finalmente, a Cabovisão defende “a disponibilização de acesso grossista à rede da Zon”.

e) Conclusão da Autoridade sobre a Audiência dos Interessados

A AdC afirma que as observações referidas pela PT, Vodafone e Cabovisão “não tornam necessária uma investigação aprofundada (...) nem apresentam novos elementos suscetíveis de infirmar as conclusões expressas no Projeto de Decisão”.

Tendo em conta todo o processo de análise da operação efetuado pela AdC, considerando os pareceres das entidades envolvidas e contributos das partes interessadas no processo, a Autoridade da Concorrência toma uma decisão final sobre a operação:

Deliberação do Conselho.

A Autoridade da Concorrência “adota uma Decisão de Não Oposição à operação de concentração (...) acompanhada da imposição de Condições e Obrigações, destinadas a garantir o cumprimento de Compromissos assumidos pelas Notificantes, com vista a assegurar a manutenção da concorrência efetiva [nos mercados] onde foram identificadas preocupações jusconcorrenciais”.

Com a adoção desta decisão, a AdC permite que a fusão se desenrole conforme pretendido pelas empresas nela envolvidas. Adicionalmente, a imposição de certas condições para a sua realização corrobora aquilo que é descrito na literatura como uma tendência das autoridades na análise destes processos.

2.8. Análise da Empresa Resultante da Fusão

A fusão por incorporação da Optimus na Zon ficou concluída em 2013, tendo a designação da empresa sido alterada para ZON OPTIMUS SGPS, S.A.

Mais tarde, em maio de 2014, a empresa já totalmente integrada revolucionou a sua oferta comercial e adotou a marca Nos. Assim, a denominação social foi de novo alterada para NOS SGPS, S.A.

A fusão levou, naturalmente, a alterações na estrutura acionista da nova empresa, quando comparada com a Zon. Estas alterações levaram, por um lado, à diminuição de acionistas com uma participação qualificada e, por outro lado, ao surgimento de uma entidade que, possuindo 50,01% das ações e respetivos direitos de voto, controla a nova sociedade, tal como consta na Tabela 18. Em 31 de dezembro de 2013, além de deter 50% da Zopt, a Sonaecom detinha ainda, diretamente, 7,28% da Nos, posição que viria a alienar nos anos seguintes. Em 2014 e 2015, o capital detido por acionistas qualificados situava-se abaixo de 60%, pelo que os restantes 40% se encontravam em *free float*.

Tabela 18 - Estrutura Acionista da Nos, 31/12/2013

ACIONISTAS - 31-12-2013	NÚMERO DE AÇÕES	% CAPITAL SOCIAL E DIREITOS DE VOTO
ZOPT, SGPS, SA ⁽¹⁾	257.632.005	50,01%
Sonaeocom, SGPS, SA	37.489.324	7,28%
Banco BPI, SA	23.344.798	4,53%
Fundação José Berardo e Metalgest - Sociedade de Gestão, SGPS, SA ⁽²⁾	17.999.249	3,49%
Espírito Santo Irmãos, SGPS, SA ⁽³⁾	15.455.000	3,00%
Joaquim Alves Ferreira de Oliveira ⁽⁴⁾	14.955.684	2,90%
Total Identificado	366.876.060	71,22%

Fonte: Relatórios & Contas Nos

Tabela 19 - Estrutura Acionista da Nos, 31/12/2014 e 31/12/2015

	31-12-2014		31-12-2015	
	NÚMERO DE AÇÕES	% CAPITAL SOCIAL	NÚMERO DE AÇÕES	% CAPITAL SOCIAL
ZOPT, SGPS, SA ⁽¹⁾	257.632.005	50,01%	257.632.005	50,01%
Banco BPI, SA ⁽²⁾	23.287.499	4,52%	17.516.365	3,40%
Sonaeocom, SGPS, SA ⁽³⁾	11.012.532	2,14%	11.012.532	2,14%
Norges Bank	-	-	10.891.068	2,11%
Blackrock, Inc	-	-	10.349.515	2,01%
Morgan Stanley	11.902.331	2,31%	-	-
TOTAL	303.834.367	58,98%	307.401.485	59,67%

Fonte: Relatórios & Contas Nos

No que diz respeito aos clientes, a Nos agrupou as quotas de mercado da Zon e da Optimus, correspondendo o primeiro período no qual isso se verificou, ao 3º trimestre de 2013. É então possível verificar, segundo a Tabela 20, que a empresa detinha cerca de metade do mercado de televisão por subscrição, um terço dos mercados de internet fixa e de serviço telefónico fixo e 15% do serviço telefónico móvel. Contudo, agora a empresa detinha uma posição forte nos três primeiros serviços, habitualmente associados aos pacotes *triple-play*, o que lhe permitiria alavancar o serviço móvel, que era o ponto fraco da Zon, correspondendo às expetativas dos consumidores relativamente a serviços *quadruple-play*.

Tabela 20 - Quotas de Mercado da Nos, 30/09/2013

3T13	
Internet Fixa	36,8%
Serviço Telefónico Fixo	31,6%
Televisão por Subscrição	49,2%
Serviço Telefónico Móvel	15,0%

Fonte: Anacom (2016a)

Tal como foi descrito, a fusão ocorreu ao longo de 2013 e, apesar de durante grande parte do ano as empresas ainda existirem independentemente, os resultados desse ano foram já apresentados de forma conjunta. A análise dos mesmos tem, por isso, algumas limitações, mas dá uma imagem geral da dimensão da nova empresa.

A Nos nasce então com um volume de negócios anual na ordem dos 1.400 milhões de euros, correspondendo 95% das receitas à prestação de serviços de telecomunicações. A empresa conta com 2.729 colaboradores que custam anualmente cerca de 97 milhões de euros. O ativo da empresa ascende a 2.900 milhões de euros e o capital próprio ultrapassa dos 1.000 milhões de euros.

O EBITDA é de cerca de 500 milhões de euros e o resultado líquido de 2013 foi de cerca de 63 milhões. Contudo, os resultados da empresa reportados para este ano são difíceis de analisar dados os custos de fusão.

Tabela 21 - Indicadores Operacionais Nos (2013)

Indicadores Operacionais Nos		
(milhões de €)		2013
Vol. Neg.	<i>Telco</i>	1358,7
	Total	1426,8
Custos Pessoal		96,6
EBITDA	<i>Telco</i>	499,4
	Total	536,6
RLP		63,4
Ativo		2889,3
Passivo		1829,1
Capital Próprio		1060,2
Nº colaboradores (unidades)		2729

Fonte: Relatórios & Contas Nos

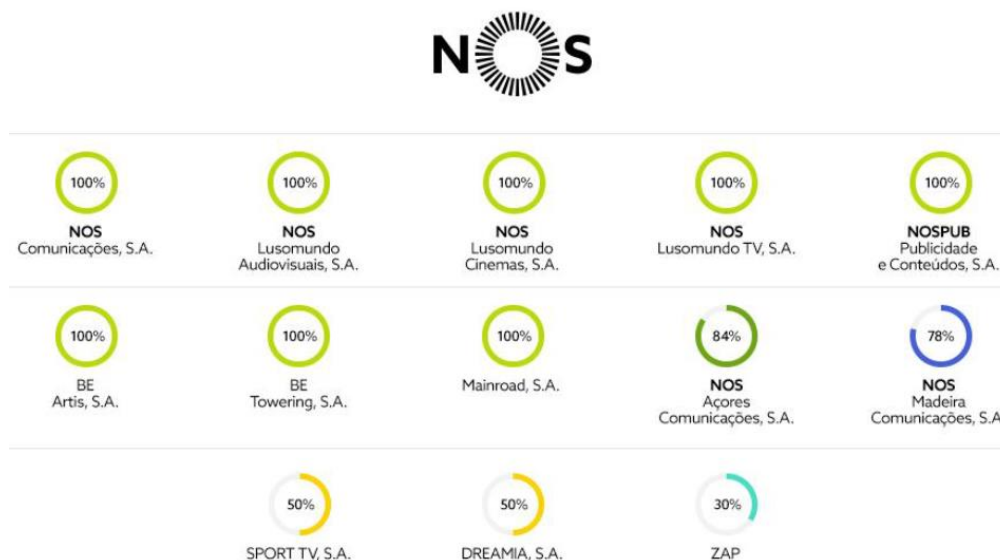
Quando, em 2013, a fusão foi dada como concluída e a entidade Zon Optimus criada, em termos de estrutura, a empresa não se encontrava completamente integrada. A Figura 6 mostra ainda a existência da Zon e da Optimus enquanto duas empresas distintas dentro do mesmo grupo. Apenas no ano seguinte, como consta da Figura 7, é que a Nos Comunicações aparece como empresa única de telecomunicações do grupo.

Figura 6 - Organograma da Zon-Optimus



Fonte: Relatórios & Contas Nos

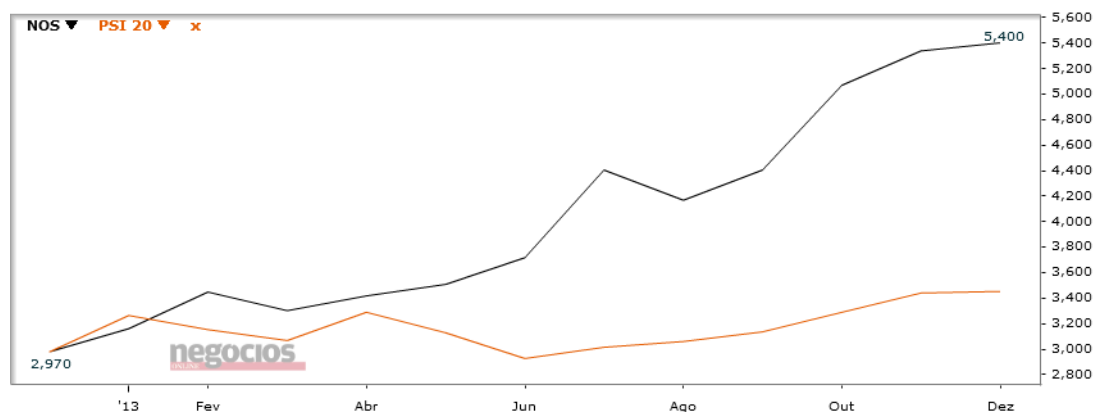
Figura 7 - Organograma da Nos



Fonte: Relatórios & Contas Nos

O retorno acionista é um assunto a desenvolver na parte do trabalho destinada a analisar os efeitos da fusão. Ainda assim, para dar uma imagem da dimensão da empresa após a fusão, é relevante referir que no final de 2013, quando a fusão já estava concluída, face a dezembro de 2012, data em que o processo se iniciou, a Zon valorizou 82% face a uma valorização de 16% do PSI20.

Gráfico 5 - Evolução da Cotação da Zon e do PSI20 em 2013



Fonte: Jornal de Negócios (2016)

2.9. Efeitos Resultantes da Fusão

2.9.1. Sobre os Acionistas

A análise dos efeitos que a fusão provocou nos acionistas sem o recurso a um modelo econométrico que permita estudar os retornos anormais tem uma limitação bastante relevante: torna impossível estabelecer uma relação causa-efeito entre os ganhos/perdas dos acionistas e a fusão. Adicionalmente, essa análise é mais recorrente nas aquisições, nas quais se conclui frequentemente que os acionistas da empresa adquirida são os mais beneficiados [Jensen e Ruback (1983); Andrade *et al.* (2001)]. Finalmente, a Sonaecom detinha a maioria da Optimus antes da fusão e, durante este processo, transferiu parte da sua quota para a sociedade veículo Zopt, pelo que depois da fusão ficou a deter, indiretamente, uma quota significativa da Nos mas inferior à inicial pois alienou uma parte significativa dessa quota.

Então, a análise dos retornos acionistas para a Sonaecom corre o risco de não ser verdadeira, pelo que não será efetuada neste trabalho.

Quanto à Nos, empresa que passou a incorporar a Optimus, iremos proceder à análise da sua cotação desde o anúncio da fusão, embora ressalvando as limitações enunciadas anteriormente.

A Zon, antes da fusão tinha um capital social de 3.090.968,28€, representado por 309.096.828 ações com um valor nominal de 0,01€ enquanto o capital social da Optimus ascendia a 115.000.000,00€ (115.000.000 ações com um valor nominal de 1€). Assim sendo, com a relação de troca definida em 1.5, a incorporação da Optimus na Zon dava aos acionistas da Optimus, por cada ação detida, 1.791866 ações da Zon. Desta forma, a Zon emitiu 206.064.552 ações com um valor nominal de 0,01€, passando a deter 515.161.380 ações. Estas novas ações, emitidas no final de agosto de 2013, foram admitidas à negociação em bolsa a 9 de setembro de 2013 pelo que, nesta data, a capitalização bolsista da Zon foi naturalmente aumentada, refletindo as novas ações que equivaliam ao valor da Optimus.

A fusão entre a Zon e a Optimus foi formalizada em dezembro de 2012, mês no qual as ações da Zon começaram a negociar nos 2,65€. Esse mês foi particularmente positivo, tendo as ações terminado esse ano com um valor unitário de 2,97€. Em 2013, com o processo de fusão a decorrer, as ações continuaram a sua trajetória positiva sendo

que, a 28 de agosto, data do registo definitivo da fusão, as mesmas cotavam a 4,15€ e a 9 de setembro, data na qual foram admitidas à negociação as ações do aumento de capital que visou a incorporação da Optimus, as mesmas atingiram uma cotação de 4,27€, conferindo uma valorização de 39,7% desde o início do ano.

Após a conclusão da fusão, as ações continuaram a valorizar atingindo 5,40€ no final de 2013. O ano seguinte ficou marcado por uma queda no valor das ações nos primeiros 8 meses do ano e pela inversão desta tendência nos meses seguintes, embora não se tenha conseguido evitar uma desvalorização das ações dado que no último dia do ano valiam 5,24€, menos 3% do que no início do ano. Ainda assim, tendo em conta o PSI20, constata-se que a quebra no preço das ações foi geral tendo este índice desvalorizado 26,8% nesse mesmo ano.

Em 2015, o desempenho da Nos em bolsa voltou a ser bastante positivo tendo sido criado valor para os acionistas, com as ações a valorizarem 38,4% face ao ano anterior, fechando o ano a cotar a 7,30€, depois de terem atingido um pico de 7,48€. Uma vez mais, o desempenho da Nos foi superior ao do índice no qual está inserido que, no mesmo período, valorizou 10,7%. No Relatório & Contas de 2015, a Nos apresenta um indicador que dá conta da dimensão dos ganhos que a empresa gerou para os acionistas: a empresa compara a sua valorização com a média de valorização de um conjunto alargado de empresas de telecomunicações a nível mundial no qual se inserem a Altice, Vodafone, Deutsche Telekom, KPN, Orange, Swisscom, Telecom Itália, Telefónica, Verizon, entre outras. A valorização média deste grupo foi de 2,9% em 2015 o que significa que a Nos foi das empresas de telecomunicações a nível mundial que mais valorizou nesse mesmo ano.

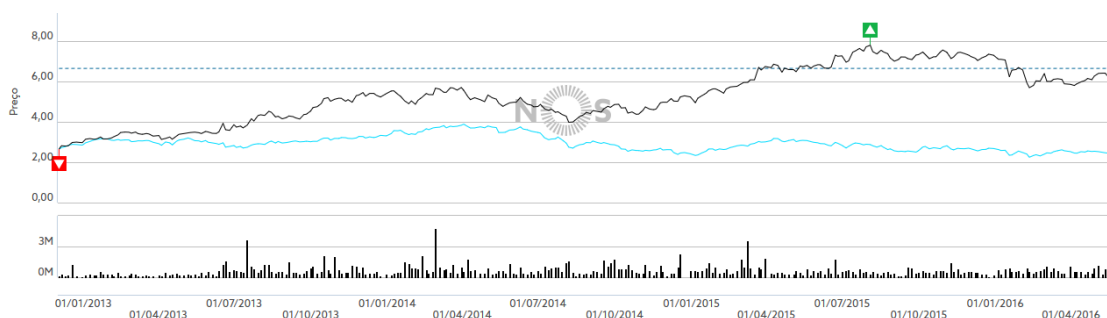
Já em 2016, as ações valiam 6,65€ no final de maio, o último mês considerado para este trabalho, o que lhe confere uma desvalorização de 9%, ligeiramente superior à desvalorização de 6,4% acumulada pelo PSI 20.

Dada a cotação de 4,15€ no dia em que a fusão ficou concluída e os 6,65€, na última data em análise, vemos que a empresa valorizou em bolsa 60%, o que contrasta com uma desvalorização do PSI 20 de 5860,04 para 4979,45 pontos e com uma valorização média inferior dos concorrentes analisados. Adicionalmente, nos primeiros anos após a fusão, a empresa foi capaz de pagar dividendos crescentes aos acionistas:

0,12€, 0,14€ e 0,16€ por ação, relativamente, respetivamente, aos exercícios de 2013, 2014 e 2015.

Juntando todos estes dados, é possível concluir que a empresa após a fusão foi capaz de criar valor tendo os acionistas, dessa forma, beneficiado da fusão.

Gráfico 6 - Evolução da Cotação da Nos (linha preta) face ao PSI 20 (linha azul)



Fonte: Indicadores e Informação de Mercado Nos

2.9.2. Sobre a Equipa de Gestão

Na fusão em análise não se verificaram entraves por parte das equipas de gestão à sua realização, dado que a mesma era vista como benéfica e necessária por ambas as partes. Porém, a literatura refere que a existência de sinergias elevadas pode levar à substituição do esforço da gestão, o que conduz à redução do número de administradores e respetivas remunerações [Jovanovic, (2013)].

Estes aspetos são difíceis de analisar na fusão ocorrida entre a Zon e a Optimus pois esta estava integrada na Sonaecom. Então, para uma análise mais correta destes efeitos é necessário estabelecer a comparação entre os gastos com administradores antes da fusão da Zon e da Sonaecom com os mesmos gastos, após a fusão, da Nos e da Sonaecom.

Nos anos que antecederam a fusão a Sonaecom integrava 11 elementos na sua equipa de gestão, enquanto a Zon contava com 17 administradores. Os gastos anuais com as equipas de gestão destas duas empresas ascendiam a cerca de 6 milhões de euros.

O ano de 2013 foi um ano de transição no qual, a 1 de outubro, tomaram posse na Zon-Optimus (Nos) os novos administradores. Este CA passou de uma composição de 17 elementos para 19 elementos, integrando alguns dos administradores da Sonaecom.

Naturalmente, nesta fase de transição, alguns administradores auferiram remunerações por parte das duas entidades, o que levou a que os gastos com administradores em 2013 por parte da Nos fossem semelhantes à soma das remunerações pagas pela Zon e pela Sonaecom no ano anterior. Adicionalmente, a Sonaecom suportou ainda custos elevados com o seu CA, uma vez que pagou normalmente a 10 dos seus 11 administradores, não tendo apenas efetuado pagamentos a Miguel Almeida, dado que este viria a ser nomeado Presidente da Nos, ficando esta entidade integralmente responsável pela sua remuneração em 2013. Deste modo, em 2013, as duas empresas efetuaram pagamentos superiores a 7,7 milhões de euros aos seus administradores.

Em 2014, os efeitos da fusão começaram a fazer-se sentir em ambas as empresas. O Conselho de Administração da Sonaecom, antes da fusão, era composto por 11 elementos, tendo a maioria destes transitado para o CA da Nos. Esta transferência é natural dado que a Optimus constituía o maior ativo da Sonaecom. Assim, a nova composição deste CA por apenas 3 elementos, permitiu poupanças anuais para a Sonaecom de cerca de 1,5 milhões de euros, sendo estas as poupanças as mais significativas numa análise global aos gastos com administradores.

Relativamente à Nos, em 2014, depois dos eventos extraordinários ocorridos no ano anterior, a empresa passou a contar no seu CA com 17 elementos e conseguiu uma poupança de cerca de 1 milhão de euros. Em 2015, a empresa contava apenas com 16 administradores – número inferior ao da Zon antes de integrar a Optimus – tendo gasto na sua remuneração cerca de 4,4 milhões de euros, um número que também fica próximo do montante despendido apenas pela Zon antes da fusão.

Em termos globais, considerando os cenários antes e após a fusão, as empresas envolvidas conseguiram reduções significativas de custos com a equipa de gestão, o que vai ao encontro das ideias defendidas pelos autores na revisão de literatura efetuada. Em 2011, a Sonaecom e a Zon contavam com 28 administradores, o que contrasta com os 19 elementos da Sonaecom e da Nos em 2015. A nível de gastos, a poupança verifica-se no CA da Sonaecom, enquanto que na Nos não existem acréscimos de custos significativos, ainda que esta empresa, com a fusão, se tenha tornado maior e passado a oferecer mais serviços aos consumidores.

Tabela 22 - Remuneração dos Conselhos de Administração das Empresas**Envolvidas na Fusão**

(Milhares €)	2011	2012	2013	2014	2015
Zon	3952	4031	-	-	-
Nº admin	17	17	-	-	-
Sonaecom	2443	2166	1594	971	926
Nº admin	11	11	11	3	3
Nos	-	-	6166	5175	4422
Nº admin	-	-	19	17	16
Total	6395	6197	7760	6146	5348
Nº admin	28	28	30	20	19

Fonte: R&C's Zon, Sonaecom e Nos

2.9.3. Sobre os Trabalhadores

Na literatura existe uma certa concordância de que os processos de F&A são usados para reestruturar as empresas neles envolvidos o que leva, geralmente, à diminuição da força de trabalho, sobretudo quando as sinergias são mais elevadas e os mercados de trabalho mais rígidos [Gugler e Yurtoglu (2004); Larsson e Finkelstein (1999); Lehto e Bockerman (2008)]. Tendo isto em conta, considerando o mercado de trabalho português estruturalmente rígido e olhando para a forte complementaridade de serviços entre a Zon e a Optimus, será de esperar que esta fusão tenha efeitos negativos sobre os colaboradores.

Apesar da Nos não revelar o número exato de trabalhadores que possui no setor das telecomunicações, ao contrário do que sucedia anteriormente com as duas empresas em separado, existem indicadores que indiciam esses mesmos efeitos negativos sobre os trabalhadores.

Juntando o número de trabalhadores da Zon Tv Cabo com os da Sonaecom afetos às telecomunicações em 2012 – o último ano em que as empresas efetuam reportes financeiros separadamente – vemos que as duas empresas contavam com 2.630 colaboradores, o que já representava uma queda ligeira face aos anos anteriores. No R&C de 2013, a empresa refere que “nasce” com 2.729 colaboradores mas que a 31 de dezembro desse mesmo ano contava apenas com 2.494 – o que pode representar um incremento de pessoal nos primeiros meses do ano, sendo que essa tendência se inverte após a fusão ou simplesmente o facto dos trabalhadores reportados em 2012 pela Sonaecom como pertencentes ao setor das *telco*, não corresponder exatamente à Optimus. Ainda assim, comparando o número de trabalhadores a 31 de dezembro com os reportados

no ano anterior (2.630) ou na empresa após a fusão (2.729), constata-se uma queda acentuada, que se situa entre 5,2% e 8,6% e que se repete em 2014 com uma nova redução de 50 trabalhadores.

Ao longo de 2014, a empresa foi alvo de notícias que davam conta desta redução de trabalhadores tendo o site Tek (2014) afirmado que a fusão seria responsável pela “saída de 150 trabalhadores”, o que representaria “cerca de 8% da força de trabalho da organização que resulta da fusão”.

Tabela 23 - Evolução do N° de Colaboradores da Zon, Optimus e Nos

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Zon	Zon TV Cabo	728	824	861	894	873	-	-	-
	Total	1545	1622	1620	1612	1622	-	-	-
Sonaecom	telco	-	-	1099	1074	1008	-	-	-
	Total	1968	2013	2057	2016	2025	-	-	-
Zon + Sonaecom (telco)		-	-	2719	2686	2630	2729	-	-
		-	-	-	-1,2%	-2,1%	-	-	-
Nos		-	-	-	-	-	2494	2444	2543
		-	-	-	-	-	-8,6%	-2,0%	4,1%

Fonte: Relatórios & Contas Zon, Sonaecom e Nos

Adicionalmente, a própria Nos justifica a redução de pessoal nos anos seguintes à conclusão da fusão, como um efeito da mesma. No R&C de 2013, a queda de 4,7% nos custos com pessoal é justificada sobretudo pelo “menor número médio de colaboradores na divisão de telecomunicações”. Tendo em conta a Tabela 24 é também possível verificar uma discrepância nos gastos com pessoal reportados individualmente em 2012 e usados no R&C de 2013 conjunto, o que reforça a ideia de que o setor das telecomunicações da Sonaecom não corresponde exatamente à Optimus.

A empresa antecipa ainda que “estão em curso medidas de otimização após a fusão, sendo que poupanças adicionais materiais nos Custos com Pessoal apenas se farão sentir durante o ano de 2014” (Relatório & Contas Nos, 2013).

Não é, portanto, uma surpresa a diminuição de 11,8% nos custos com pessoal em 2014 que, uma vez mais, a empresa justifica no seu R&C com a “redução do nível médio de colaboradores desde a conclusão da fusão, a maior parte da qual teve lugar na divisão de Telecomunicações”.

Finalmente, em 2015 os gastos com pessoal crescem 4,5% o que é justificado sobretudo pela aquisição de uma empresa (Mainroad) mas também pelo “maior recrutamento nas operações de telecomunicações para suportar o ritmo de crescimento do negócio” (R&C Nos, 2015).

Tabela 24 - Evolução dos Gastos com Pessoal Zon, Optimus e Nos

(milhões de €)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Zon	52,7	58,2	58,3	59,3	59,8	-	-	-
Sonaecom (telco)	61	58,5	55,6	53,8	47,9	-	-	-
Zon + Sonaecom (telco)	113,7	116,7	113,9	113,1	107,7	-	-	-
	-	2,6%	-2,4%	-0,7%	-4,8%	-	-	-
Nos	-	-	-	-	101,4	96,6	85,3	89,1
	-	-	-	-	-	-4,7%	-11,7%	4,5%

Fonte: R&C's Nos e Sonaecom

Para efeitos de comparação, apresenta-se na Tabela 25 a evolução dos colaboradores e os custos com os mesmos por parte da Vodafone, cuja dimensão está mais próxima da da Nos. Tal comparação permite verificar a tendência do setor, podendo esta também justificar a evolução destes números na Nos. A Meo não é considerada pois, além de ter uma dimensão superior, possui uma estrutura bastante mais pesada. A Vodafone, no período em análise reduziu a sua força de trabalho em cerca de 300 pessoas, tendo esta redução sido repartida por praticamente todos os anos em análise. Da mesma forma, os gastos com pessoal, de 2007 para 2015, diminuíram cerca de 20%.

Estes dados indiciam que as empresas do setor das telecomunicações, independentemente das operações de concentração, estavam a reduzir os seus custos com pessoal.

Tabela 25 - Evolução do N° de Colaboradores e Gastos com Pessoal da Vodafone

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
N° Funcionários	1720	1676	1644	1590	1536	1505	1484	1422	1434
%	-	-2,56%	-1,91%	-3,28%	-3,40%	-2,02%	-1,40%	-4,18%	0,84%
Gastos Pessoal (milhões de €)	-	94,3	89	92,6	76,1	84,7	89,3	78,2	78,3
%	-	-	-5,6%	4,0%	-17,8%	11,3%	5,4%	-12,4%	0,1%

Fonte: Base de Dados Sabi

Olhando para a situação da Zon e da Optimus, é-nos possível verificar que a redução do número de colaboradores é um pouco mais pronunciada que a da Vodafone o que mostra os efeitos negativos da fusão, mas tal já não acontece se tivermos em conta os gastos com pessoal. Desse modo, é possível concluir que os efeitos da fusão sobre os trabalhadores foram negativos, mas de uma forma menos pronunciada do que aquilo que seria expectável pois, no geral, esta redução de pessoal e de custos inerentes ao pessoal é uma tendência observada no setor das *telco* dada a estagnação/ queda nas receitas que este tem vindo a experienciar nos últimos anos. Além disso, a Nos inverte esta tendência em 2015, com o recrutamento de pessoal para a área das *telco* o que pode demonstrar um efeito positivo da fusão: o crescimento das receitas da empresa.

2.9.4. Sobre as Empresas e os Consumidores

Uma das grandes motivações para a realização desta fusão era a criação de uma operadora global, capaz de concorrer em todos os segmentos do mercado em que estava presente.

No primeiro período em que a nova empresa é considerada, a sua quota de mercado no serviço de internet fixa atingia os 36,8%, apresentando uma tendência descendente. Esta tendência manteve-se até ao 3º trimestre de 2014, altura em que a quota atingiu um mínimo de 34,8%. Desde essa altura, a empresa tem vindo a recuperar quota de mercado de forma consistente, tendo terminado 2015 com 36,4% - valor ainda ligeiramente inferior ao do 3º trimestre de 2013.

Tabela 26 - Quotas Trimestrais do Serviço de Internet Fixa

	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
Nos	36,8%	36,2%	35,5%	34,9%	34,8%	35,0%	35,0%	35,5%	36,0%	36,4%
Meo	51,1%	50,5%	50,1%	49,8%	49,3%	48,5%	47,2%	46,0%	45,0%	44,0%
Vodafone	5,1%	6,5%	7,8%	8,9%	9,8%	10,6%	12,3%	13,2%	14,0%	14,8%
Outros	7,0%	6,7%	6,6%	6,4%	6,1%	5,8%	5,6%	5,2%	5,0%	5,0%

Fonte: Anacom (2016a)

No serviço de televisão por subscrição, a Nos chegou a dominar por completo o mercado, mas o aumento de concorrência sentido nos últimos anos, sobretudo devido ao lançamento do Meo, levou a que a empresa fosse diminuindo a sua posição no mercado.

Esta situação é facilmente verificada através da Tabela 27 que demonstra também que, em 2015, a empresa parece ter finalmente ter contrariado essa tendência dado ter conseguido manter a sua quota em 43,8%.

Tabela 27 - Quotas Trimestrais do Serviço de Televisão por Subscrição

	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
Nos	49,2%	47,8%	46,4%	45,3%	44,5%	44,0%	43,8%	43,7%	43,7%	43,8%
Meo	40,9%	41,5%	41,6%	41,9%	42,1%	42,2%	41,9%	41,5%	41,1%	40,7%
Vodafone	2,5%	3,5%	5,0%	5,9%	6,7%	7,5%	8,3%	9,0%	9,6%	10,2%
Outros	7,4%	7,3%	7,1%	6,9%	6,7%	6,4%	6,2%	5,9%	5,6%	5,3%

Fonte: Anacom (2016a)

Tal como o ocorrido no serviço de internet fixa, no STF, a empresa após a fusão estava a perder quota de mercado e foi capaz de inverter essa tendência no 3º trimestre de 2014, tendo chegado ao final de 2015 com uma quota superior à verificada no primeiro período após a fusão.

Tabela 28 - Quotas Trimestrais do Serviço Telefónico Fixo

	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
Nos	31,6%	31,2%	30,8%	30,4%	30,5%	30,7%	31,8%	31,9%	32,3%	32,8%
Meo	56,6%	56,4%	55,9%	55,5%	54,8%	54,0%	52,6%	51,9%	51,1%	50,1%
Vodafone	5,5%	6,4%	7,3%	8,1%	8,8%	9,6%	10,3%	11,1%	11,8%	12,4%
Outros	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%	5,6%	5,3%	5,1%	4,8%	4,7%

Fonte: Anacom (2016a)

O mercado das telecomunicações móveis foi aquele em que se observou melhor desempenho da empresa após a fusão. A empresa, em praticamente todos os períodos analisados, foi capaz de ganhar quota de mercado, tendo conseguido, em apenas dois anos e meio, aumentar a sua quota em 6,7 pontos percentuais. Este reforço da posição da Nos mostra que a empresa conseguiu alavancar o serviço onde era mais frágil através da presença forte nos outros segmentos do mercado das telecomunicações.

Tabela 29 - Quotas Trimestrais do Serviço Telefónico Móvel

	3T13	4T13	1T14	2T14	3T14	4T14	1T15	2T15	3T15	4T15
Nos	15,0%	14,9%	15,1%	16,0%	16,7%	18,4%	18,9%	20,0%	21,1%	21,7%
Meo	46,2%	47,1%	47,8%	47,3%	47,4%	47,3%	47,5%	47,1%	46,5%	46,5%
Vodafone	36,4%	35,8%	35,3%	34,5%	33,7%	32,2%	31,8%	31,1%	30,8%	30,3%
Outros	2,2%	2,2%	1,8%	2,2%	2,1%	2,0%	1,8%	1,8%	1,7%	1,5%

Fonte: Anacom (2016a)

A análise das quotas de mercado da Nos após a fusão não pode, porém, ser analisada de forma linear, esquecendo eventos relevantes ocorridos após a fusão e as condições no mercado. Por isso, convém acrescentar, em primeiro lugar, que apesar da conclusão formal da fusão se ter dado em 2013, a empresa não ficou totalmente integrada nessa altura. De facto, o lançamento da marca Nos apenas se deu em maio de 2014 e o lançamento dos novos pacotes de telecomunicações que integravam os quatro principais serviços oferecidos, deu-se no início de junho de 2014.

Não é, portanto, por acaso, que a inflexão da tendência nas quotas de mercado da Nos nos mercados do serviço de internet fixa e serviço telefónico fixo se dê na segunda metade de 2014.

No segmento fixo, a Vodafone conta com uma oferta de 3P com um preço consideravelmente mais baixo do que as suas concorrentes pelo que, apesar de manter uma presença relativamente reduzida nesses segmentos, tem sido a operadora mais capaz de captar quota de mercado, ao ponto de quadruplicar a sua presença no serviço de televisão por subscrição no curto período analisado.

A oferta agressiva da Vodafone não se estende ao setor móvel, no qual a empresa é, tradicionalmente, a segunda maior empresa. Por isso, neste mercado a empresa tem vindo a diminuir a sua importância, possibilitando à Meo a manutenção de uma quota elevada e um crescimento expressivo da quota de mercado da Nos.

A Nos, segundo declarações do seu presidente executivo ao Jornal de Negócios (2014), pretende “liderar pela qualidade dos serviços e inovação”. Miguel Almeida, acrescenta ainda que “há um excesso na guerra de preços no sector das telecomunicações, o que torna perigosas as guerras de preços entre operadores”. Fica então claro que esta nova empresa não está disposta a entrar em guerras de preços de forma a aumentar a sua posição no mercado – até porque num mercado em que não exista diferenciação estas

podem ser custosas – pelo que será difícil à empresa aumentar a sua quota através da captação de clientes que valorizem sobretudo o preço dos serviços em detrimento das vantagens que os mesmos trazem para além do preço, nomeadamente ao nível de conteúdos.

Já foi referido anteriormente neste trabalho que o setor das telecomunicações português estava a perder dimensão na economia nacional, através de uma queda generalizada nas receitas. De facto, a análise da Tabela 30 mostra uma queda de receitas nos três grandes operadores portugueses, desde 2010. Em 2014, o primeiro ano completo da Nos, as suas receitas diminuíram 2,7%, o que contrasta com quebras bem mais acentuadas das suas concorrentes. O ano de 2015 traz, porém, uma notícia positiva para a Nos: trata-se da única operadora, entre as que se encontram na referida tabela, que consegue aumentar as suas receitas anuais. Este aumento, embora ligeiro (3,8%), parece quebrar a tendência até aí verificada, num ano em que as concorrentes continuam a perder receitas, ainda que a um ritmo menor.

A Nos refere ainda, no seu Relatório & Contas de 2015, que desde a fusão foi capaz de aumentar a sua quota de receitas de 26% para 29%, estando no final de 2015 muito perto da sua meta de 30%, inicialmente pensada para ser atingida no final de 2018.

Tabela 30 - Evolução Anual das Receitas dos Operadores de Telecomunicações

(milhões de €)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Vodafone	1315,05	1264,74	1199,28	1051,86	978,80	973,86
Var (%)	-	-3,8%	-5,2%	-12,3%	-6,9%	-0,5% ¹
Meo	3173,77	3040,77	2927,63	2762,79	2416,98	2285,45
Var (%)	-	-4,2%	-3,7%	-5,6%	-12,5%	-5,4%
Nos (Zon+Optimus)	785,80	772,40	755,00	-	-	-
	830,40	791,10	750,60	-	-	-
	1616,20	1563,50	1505,60	1358,70	1321,80	1372,30
	Var (%)	-	-3,3%	-3,7%	-9,8%	-2,7%

Fonte: Base de Dados Sabi e R&C's Nos

A análise pós-fusão das quotas de mercado das empresas e das suas respetivas receitas mostra uma Nos forte, com um crescimento sustentado em todos os segmentos

¹ Na análise do volume de negócios da Vodafone deve reter-se que o seu ano fiscal termina a 31 de março do ano seguinte ao assumido.

de mercado, além de uma inversão da tendência de quebra de receitas da empresa, o que contrasta com o verificado nas suas concorrentes. Conclui-se, dessa forma, que a fusão foi positiva para a empresa, mas colocou alguma pressão nas suas concorrentes quer a nível das receitas quer nas quotas de mercado – efeito visível sobretudo na Meo.

Contudo, as declarações do presidente da Nos, levantam questões pertinentes sobre os efeitos que o processo de concentração possa ter tido sobre os consumidores.

A questão dos impactos sobre os consumidores pode ser medida através da evolução do acesso dos mesmos a novos serviços e conteúdos, tratando-se de uma avaliação um pouco subjetiva, e através da evolução dos preços praticados no setor.

Com a fusão, os antigos clientes da Optimus puderam usufruir de novos conteúdos televisivos e novos canais que até aí se cingiam aos clientes Zon. Puderam também usufruir de uma *box* tecnologicamente mais avançada e com funcionalidades como as gravações automáticas guardadas por um período de 7 dias e de novos serviços como o “ZonFon” que permitia aceder gratuitamente a uma extensa rede de *wi-fi*. Já os clientes da Zon tiveram algum benefício a nível da rede móvel, dado que até então, a oferta da Zon assentava na rede da Vodafone e era, por isso, limitada.

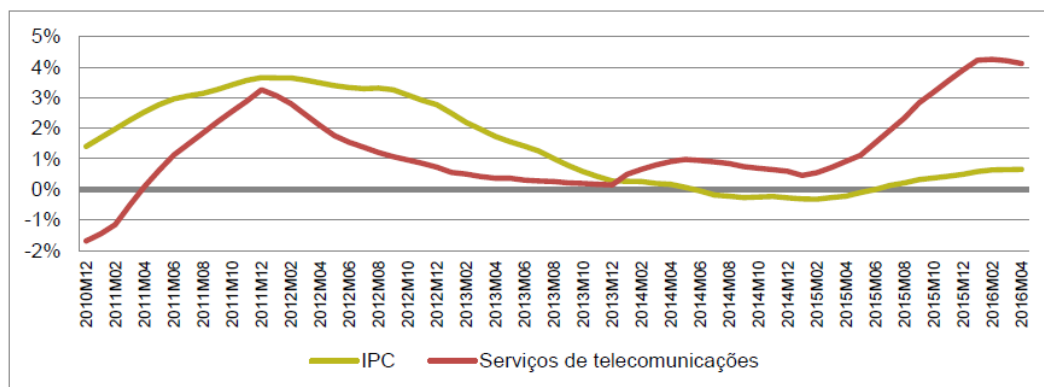
Relativamente ao preço das telecomunicações em Portugal, a Tabela 31 indica que a sua variação média entre abril de 2015 e 2016 – dados mais recentes disponíveis para este trabalho – ascendeu a 4,1%, um valor consideravelmente superior ao do Índice de Preços do Consumidor cuja variação, no mesmo período, foi de apenas 0,65%. O Gráfico 7 reforça esta ideia, mostrando que o preço das telecomunicações cresce consistentemente acima do IPC desde janeiro de 2014, tendência que acentuou a partir de maio de 2015.

Tabela 31 - Evolução do IPC e do Preço das Telecomunicações

	Var. Homóloga	Abril de 2016		2015
		Var. média 12 meses	Var. mês anterior	Var. média 12 meses
IPC	0,48%	0,65%	0,35%	0,49%
..Telecomunicações ¹	2,42%	4,12%	-0,27%	3,90%
Ranking descendente (43 grupos)	9	5	32	6

Fonte: INE (2016) (*cfr* Anacom, 2016b)

Gráfico 7 - Taxa de Variação Média do IPC e do Preço das Telecomunicações



Fonte: INE (2016) (*cfr* Anacom, 2016b)

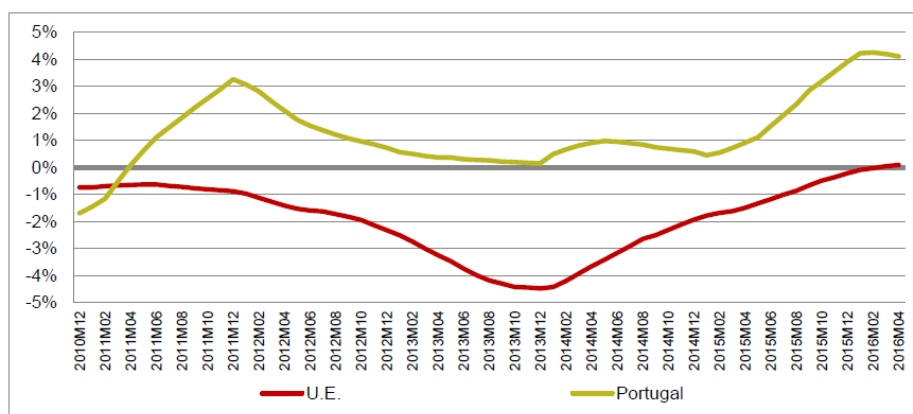
Contudo, uma avaliação mais correta do preço das telecomunicações passa pela comparação com outros mercados, nomeadamente dentro da União Europeia. No mesmo período considerado anteriormente, no qual o preço subiu 4,1% em Portugal, a variação em 23 países da UE para o qual existem dados foi muito próxima de zero: 0,09%. Os dados disponíveis indicam ainda que neste período, à semelhança do que se passou durante 2015, Portugal foi o país onde o preço das telecomunicações mais cresceu. A informação contida no Gráfico 8 permite ainda aferir que o preço das *telco* em Portugal cresce ininterruptamente a um ritmo superior à média da UE desde março de 2011.

Tabela 32 - Evolução do Preço das Telecomunicações: Portugal vs UE

	Abril de 2016			2015
	Var. Homóloga	Var. média 12 meses	Var. mês anterior	Var. média 12 meses
U.E.	0,14%	0,09%	0,10%	-0,22%
Portugal	2,43%	4,11%	-0,27%	3,90%
Desvio PT / U.E.	2,29 p.p	4,02 p.p	-0,37 p.p	4,12 p.p
Ranking descendente (em 23 países)	5	1	21	1

Fonte: EUROSTAT (2016) (*cfr* Anacom, 2016b)

Gráfico 8 - Taxa de Variação Média do Preço das Telecomunicações: Portugal vs UE



Fonte: EUROSTAT (2016) (*cfr* Anacom, 2016b)

Um dos motives da realização da fusão passava pelo fomento da concorrência. Na verdade, a Nos é hoje uma empresa mais forte e capaz de concorrer com a Meo, estando a ganhar quota de mercado e de receitas. Ainda assim, a concorrência entre as operadoras faz-se sobretudo a nível dos conteúdos oferecidos aos seus clientes. O aumento de preços no setor acima da inflação e da média do setor no espaço europeu, indicia que a concorrência não se faz sentir no preço. O setor português das telecomunicações conta então com duas empresas com elevada dimensão em todos os segmentos do mercado (Meo e Nos) que concorrem ao nível dos serviços oferecidos e inovação, e uma terceira empresa (Vodafone) sem a dimensão das restantes em grande parte do mercado, que tenta crescer nesses segmentos com uma política de preços agressiva, mas cujo alcance territorial e conteúdos oferecidos são limitados.

Esta composição do setor, aliada às palavras do presidente da Nos que, relembre-se, sinalizou a existência de “excesso de guerra nos preços” do setor e que queria “liderar pela inovação” e à análise dos dados sobre os preços das telecomunicações leva-nos a concluir que a fusão teve impactos negativos nos consumidores ao nível dos preços praticados, mas foi positiva a nível de conteúdos oferecidos.

Conclusão

Este trabalho centrou-se, em primeiro lugar, nos processos de fusão e aquisição, de uma forma geral. Foi possível verificar que estes mesmos processos assumem uma dimensão bastante relevante na economia mundial e que, apesar da existência de vagas de F&A, a tendência para a ocorrência dos mesmos é crescente.

A literatura sobre o tema dispõe de diversos contributos, de diferentes autores e cujas metodologias divergem. Desse modo, existe uma multiplicidade de conclusões. Ainda assim, a realização de sinergias e a obtenção de economias de escala parecem ser conclusões comuns dos autores no que diz respeito aos determinantes dos processos de fusão e aquisição. Também a existência de choques na economia parece estar presente em grande parte dos processos de F&A que ocorrem a nível mundial.

Quanto aos efeitos das F&A, vários estudos apontam para a diminuição da força de trabalho, sobretudo se as empresas forem semelhantes e os mercados de trabalho rígidos. Na investigação que se centra nos retornos para os acionistas é possível encontrar algum consenso na conclusão que estes processos têm efeitos positivos nos acionistas da empresa-alvo, mas quando se analisa a empresa adquirente os resultados não são consensuais, embora sugiram que os ganhos são nulos.

O setor das telecomunicações não é diferente dos restantes no que diz respeito à existência de F&A, sendo até um dos setores mais ativos nestes processos, protagonizando algumas das maiores fusões alguma vez ocorridas. Neste setor, o contributo da desregulação e as novas tendências de oferta integrada de vários serviços de telecomunicações, contribuíram significativamente para o incremento dos processos de fusão.

Tendo em conta o mercado português de telecomunicações, observou-se historicamente a existência de um operador dominante. Ainda assim, os processos de F&A foram comuns neste mercado e, apesar de alguns terem sido malsucedidos – nomeadamente a OPA da Sonaecom à PT – conseguiram provocar alterações significativas no mercado. Foi através deste processo de fusão fracassado que surgiu a Zon, dado o *spin-off* com a Portugal Telecom.

A fusão ocorrida em 2013 entre a Zon e a Optimus foi uma das maiores alguma vez ocorridas em Portugal e veio, uma vez mais, mudar este mercado. As motivações para

a ocorrência deste processo vão ao encontro daquilo que é possível encontrar sobre o tema na literatura: a obtenção de sinergias e economias de escala. Nesta fusão em particular, deve referir-se também o objetivo de criar um operador forte em todos os segmentos do mercado, capaz de concorrer com a PT. Este objetivo, tendo em conta a forte complementaridade existente entre a Zon e a Optimus, parece ser totalmente plausível.

Esta fusão, a partir do momento em que foi oficializada, foi aceite por os acionistas de ambas as empresas e realizada num espaço de tempo relativamente curto.

A análise da fusão por parte do regulador competente foi cuidadosa, mas não detetou questões relevantes a nível de danos possíveis na concorrência, para além daquelas que foram prontamente apontadas pelas próprias empresas, que sugeriram ainda algumas formas de ultrapassar as mesmas.

Um dos efeitos imediatos da fusão foi a redução do número de trabalhadores e, consequentemente, a redução dos gastos com pessoal na parte da empresa ligada às telecomunicações, o que está em linha com o esperado, dada a revisão de literatura. Contudo, este efeito não teve a amplitude esperada em resultado da fusão dado que as empresas eram complementares e não propriamente substitutas e o mercado estava a contrair pelo que as concorrentes seguiam esta tendência de redução de pessoal.

A empresa conseguiu poupanças significativas com a sua equipa de gestão – efeito visível sobretudo na Sonaecom – dadas as sinergias elevadas existentes.

Os acionistas na Nos foram dos maiores beneficiados com a fusão, com a empresa a conseguir aumentar sustentadamente os seus dividendos e com a ação a valorizar acima do mercado e das suas concorrentes.

Finalmente, tendo em conta o mercado de telecomunicações em Portugal, a Nos foi a única empresa, em 2015, a conseguir aumentar as suas receitas e tem vindo a ganhar quota de forma expressiva no mercado móvel. A fusão foi, então, positiva para a empresa, mas tal não se pode afirmar no que diz respeito aos consumidores, em relação ao custo dos serviços: o preço médio das telecomunicações em Portugal tem crescido acima do IPC e da média do setor a nível europeu.

Como limitações deste estudo, refere-se a inexistência de um modelo que permita detetar a relação causa-efeito, nomeadamente no que diz respeito ao comportamento das ações e também o facto do trabalho ter sido realizado com recurso exclusivo a informação pública e sem recurso a um interveniente no processo. Uma última limitação aponta para

o facto da fusão Zon-Optimus ter sido realizada apenas 3 anos antes deste trabalho, pelo que alguns efeitos da fusão – existentes a longo-prazo – possam ainda não ser visíveis.

Para pesquisa futura, sugere-se o aprofundamento da questão do comportamento das ações das intervenientes no processo de fusão estudado, através do estudo dos seus retornos anormais. A crescente integração de serviços no setor das *telco* a nível mundial torna também relevante o estudo das estratégias de *bundling*. Finalmente, os desafios que os operadores de telecomunicações enfrentam, nomeadamente a nível de pressões nas receitas, concorrência pelos conteúdos e serviços alternativos de comunicações suportados por redes de internet, são também questões pertinentes para o desenvolvimento futuro de pesquisas sobre o tema.

Referências bibliográficas

AdC (2013), “Decisão de Não Oposição acompanhada da imposição de Condições e Obrigações da Autoridade da Concorrência”, http://www.concorrenca.pt/vPT/Controlo_de_concentracoes/Decisoes/Paginas/pesquisa.aspx?pNumb=5&yearNot=2013&pag=1&doc=False [acedido em 06.04.16].

Adilov, N., Alexander, P. e Cunningham, B. (2012), “Smaller Pie, Larger Slice: How Bargaining Power Affects the Decision to Bundle”, *The B. E. Journal of Economic Analysis & Policy*, Vol. 12, Nº 1, Art. 12.

Akdogu, E. (2009), “Gaining a competitive edge through acquisitions: Evidence from the telecommunications industry”, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 15, pp. 99-112.

Anacom (2016a), “O Setor das Telecomunicações 2015”, <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1383299#.V3EdNTUg160> [acedido em 19.04.16].

Anacom (2016b), “Evolução dos preços das telecomunicações – abril de 2016”, <http://www.anacom.pt/render.jsp?contentId=1386541#.V1GH3r5wwms> [acedido em 05.06.16].

Andrade, G., Mitchell, M. e Stafford, E. (2001), “New Evidence and Perspectives on Mergers”, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 15, Nº 2, pp. 103-120.

Base de Dados Sabi, “Relatório: Vodafone Portugal – Comunicações Pessoais, S.A.”, <https://sabi.bvdinfo.com> [acedido em 12.04.16].

Baxter, P. e Jack, S. (2008), “Qualitative Case Study Methodology: Study Design and Implementation for Novice Researchers”, *The Qualitative Report*, Vol. 13, Nº 4, pp. 544-559.

Chan-Olmsted, S. e Guo, M. (2011), “Strategic Bundling of Telecommunications Services: Triple-Play Strategies in The Cable TV and Telephone Industries”, *Journal of Media Business Studies*, Vol. 8, Nº 2, pp. 63-81.

Chatterjee, S. (1986), “Types of Synergy and Economic Value: The Impact of Acquisitions on Merging and Rival Firms”, *Strategic Management Journal*, Vol. 7, Nº 2, pp. 119-139.

CMVM (2013), “Projeto de Fusão por Incorporação”, www.cmvm.pt/pt/SDI/Emitentes/documents/1.%20projecto%20de%20fusao.pdf [acedido em 20.03.16].

Cox, R. (2006), “Mergers and Acquisitions: a Review of the Literature”, *Journal of Corporate Ownership & Control*, Vol. 3, Nº 3, pp. 55-59.

Evens, T. e Donders, K. (2016), “Mergers and acquisitions in TV broadcasting and distribution: Challenges for competition, industrial and media policy”, *Journal of Telematics and Informatics*, Vol. 33, Nº 2, pp. 674-682.

Garfinkel, J. e Hankins, K. (2011), “The role of risk management in mergers and merger waves”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 101, pp. 515-532.

Gugler, K., Mueller, D., Yurtoglu, B. e Zulehner, C. (2003), “The effects of mergers: an international comparison”, *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 21, pp. 625-653.

Gugler, K. e Yurtoglu, B. (2004), “The effects of mergers on company employment in the USA and Europe”, *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 22, pp. 481-502.

Gupta, P. K. (2012), “Mergers and Acquisitions (M&A): The Strategic Concepts for the Nuptials of Corporate Sector”, *Innovative Journal of Business and Management*, Vol. 1, Nº 4, pp. 60-68.

Harford, J. (2005), “What drives merger waves?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 77, Nº 3, pp. 529-560.

Healy, P. M., Palepu, K. G. e Ruback, R. S. (1992), “Does corporate performance improve after mergers?”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 31, Nº 2, pp. 135-175.

IMAA, “M&A Statistics”, <https://imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions/> [acedido em 06.03.16].

Jayaraman, N., Khorana, A. e Nelling, E. (2002), “An Analysis of the Determinants and Shareholder Wealth Effects of Mutual Fund Mergers”, *The Journal of Finance*, Vol. 57, Nº 3, pp. 1521-1551.

Jensen, M. C. e Ruback, R. S. (1983), “The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence”, *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, pp. 5-50.

Jovanovic, D. (2013), “Mergers, managerial incentives, and efficiencies”, *DICE Discussion Paper*, Nº 88.

Jornal de Negócios (2013), “Cronologia da fusão ZON/OPTIMUS”, http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/telecomunicacoes/fusao_zon_optimus/detalhe/cronologia_da_fusao_zonoptimus.html [acedido em 02.03.2016].

Jornal de Negócios (2014), “Miguel Almeida: NOS quer “liderar na qualidade dos serviços, na inovação e no ‘quadruple play’””, http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/telecomunicacoes/detalhe/miguel_almeida_nos_quer_liderar_na_qualidade_dos_servicos_na_inovacao_e_no_quadruple_play.html [acedido em 18.05.16].

Jornal de Negócios (2016), “Cotação NOS/PSI20”, http://www.jornaldenegocios.pt/informacao_financeira/cotacao_ficha.html?section=fichaValor_rwd&loadSect=fichaValor&isin=PTZON0AM0006&plaza=51&indexId=psi20&indexCode=50102159 [acedido em 31.05.16].

Kishore, R. (2009), *Financial Management: Comprehensive Text Book with Case Studies*, 7ª edição, Taxmann Allied Services.

Krakel, M. e Muller, D. (2015), “Merger efficiency and managerial incentives”, *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 41, pp. 51-63.

Larsson, R. e Finkelstein, S. (1999), “Integrating Strategic, Organizational, and Human Resource Perspectives on Mergers and Acquisitions: A Case Survey of Synergy Realization”, *Organization Science*, Vol. 10, Nº 1, pp. 1-26.

Lehto, E. e Böckerman, P. (2008). “Analysing the Employment Effects of Mergers and Acquisitions”, *Journal of Economic Behavior and Organization*, Vol. 68, Nº 1, pp. 112-124.

Majumdar, S., Yaylacicegi, U. e Moussawi, R. (2012), “Mergers and synergy: Lessons from contemporary telecommunications history”, *Journal of Telecommunications Policy*, Vol. 36, pp. 140-154.

Merger Market (2016), “Global and Regional M&A 2015”, www.mergermarket.com/pdf/MergermarketTrendReport.2015.FinancialAdvisorLeagueTables.pdf [acedido em 21.05.16].

Motta, M. (2004), *Competition Policy: Theory and Practice*, 1ª edição, Cambridge, Cambridge University Press.

Nos, “Indicadores e Informação de Mercado”,
<http://www.nos.pt/institucional/PT/investidores/nos-em-bolsa/Paginas/acao.aspx>
[acedido em 10.04.16].

Nos, “Relatórios e Contas”,
<http://www.nos.pt/institucional/PT/investidores/informacao-financeira/Paginas/reportes-financeiros.aspx> [acedido em 18.04.16].

PORDATA, “Valor Acrescentado Bruto: total e por ramo de atividade”,
[http://www.pordata.pt/Portugal/Valor+acrescentado+bruto+total+e+por+ramo+de+atividade+\(base+2011\)-2293](http://www.pordata.pt/Portugal/Valor+acrescentado+bruto+total+e+por+ramo+de+atividade+(base+2011)-2293) [acedido em 09.05.16].

Público (2013), “A nova Zon Optimus acaba de nascer”,
<https://www.publico.pt/economia/noticia/a-nova-zon-optimus-acaba-de-nascer-1604149>
[acedido em 04.04.16].

Purevjav, S. e Kim, J. (2014), “Selection of digital convergence strategy for telecommunications carriers”, *International Journal of Mobile Communications*, Vol. 12, Nº 3, pp. 270-286.

Ravenscraft, D. e Scherer, F. (1989), “The Profitability of Mergers”, *International Journal of Industrial Organization*, Vol. 7, Nº 1, pp. 101-116.

Rosenberg, E. (1997), “Telecommunications Mergers and Acquisitions: Key Policy Issues and Options for State Regulators”, *The National Regulatory Research Institute (NRRI)*, Nº 1997-20.

Silva, R. e Benegas, A. (2010), “O Uso do Estudo do Caso como Método de Ensino na Graduação”, *Economia & Pesquisa*, Vol. 12, Nº 12, pp. 9-31.

Sonaecom, “Relatórios e Contas”,
<http://www.sonae.com/investidores/informacao-financeira/relatorios/> [acedido em 07.04.16].

Steger, U. e Kummer, C. (2007), “Why Merger and Acquisition (M&A) Waves Reoccur – The Vicious Circle from Pressure to Failure”, *IMD Working Papers*, Nº 2007-11.

Tek (2014), “Fusão Optimus/Zon vai levar à saída de 150 funcionários”,
http://tek.sapo.pt/noticias/negocios/artigo/fusao_optimus_zon_vai_levar_a_saida_de_150_funcionarios-1359936tek.html [acedido em 18.05.16].

Trautwein, F. (1990), “Merger Motives and Merger Prescriptions”, *Strategic Management Journal*, Vol. 11, Nº 4, pp. 283-295.

Trillas, F. (2002), “Mergers, Acquisitions and Control of Telecommunications Firms in Europe”, *Regulation Initiative Working Paper Series*, Nº 38.

Walter, G. A. e Barney, J. B. (1990), “Management Objectives in Mergers and Acquisitions”, *Strategic Management Journal*, Vol. 11, Nº 1, pp. 79-86.

Warf, B. (2003), “Mergers and Acquisitions in the Telecommunications Industry”, *Journal of Growth and Change*, Vol. 34, Nº 3, pp. 321-344.

Weston, J. F., Siu, J. A. e Johnson, B. A. (2001), *Takeovers, restructuring, and corporate governance*, 3ª edição, Upper Saddle River, Prentice Hall.

Yacuzzi, E. (2005), “El Estudio de Caso como Metodología de Investigación: Teoría, Mecanismos Causales, Validación”, *Universidad del CEMA Working Papers*, Nº 296.

Yin, R. K. (1981), “The Case Study Crisis: Some Answers”, *Administrative Science Quarterly*, Vol. 26, Nº 1, pp. 58-65.

Yin, R. K. (1994), *Case Study Research – Design and Methods*, 2ª edição, Sage Publications.

Zon, “Relatórios e Contas”, <http://www.nos.pt/institucional/PT/investidores/informacao-financeira/Paginas/reportes-financeiros.aspx> [acedido em 07.04.16].